

الأفكار الأساسية

ماذا يحدث لإنفاق المستهلكين وسط الإصلاحات؟

قامت الحكومة بإدخال العديد من الإصلاحات خلال الأشهر القليلة الماضية - على سبيل المثال: ضريبة القيمة المضافة وضريبة الوافدين وارتفاع أسعار الكهرباء/البنزين وبرنامج حساب المواطن وتكلفة بدل المعيشة. وعلى ضوء كل هذه التغيرات، فقد كان أحد التساؤلات الرئيسية للمستثمرين - ما هو الأثر التراكمي لهذه الإصلاحات على الإنفاق الاستهلاكي في المملكة العربية السعودية؟ وهذا ما سنعين لمناقشته في التقرير الحالي. حيث من الأفضل أن يتجه المستثمرون أولاً لقراءة المنهجية والافتراضات (يرجى الرجوع إلى الصفحة رقم 13) التي تسرد النتائج التي توصلنا إليها. **النقاط الرئيسية:**

(أ) من المتوقع أن يظل الإنفاق الاستهلاكي العام مستقرًا خلال الفترة من 2017 - 2020: فإذا نظرنا إلى تأثير جميع الإصلاحات، فإننا نتوقع أن يبقى إجمالي الإنفاق الاستهلاكي في المملكة العربية السعودية مستقرًا - حيث سيرتفع بنسبة 3.8% فقط خلال الفترة من 2017 - 2020 (ليصل إلى مبلغ 977 مليار ريال سعودي). ولو أقصينا تأثير هذه الإصلاحات، سيكون من المتوقع أن ينمو إجمالي الإنفاق الاستهلاكي بنسبة 9% خلال هذه الفترة (ليصل إلى مبلغ 1,025 مليار ريال سعودي).

(ب) تكون الغالبية من الأسر السعودية محمية من أثر الإصلاحات: تُشير الحسابات لدينا إلى أن نسبة ~ 70% من الأسر السعودية تكون محمية من تأثير الإصلاحات خلال الفترة من 2017 - 2020، ويرجع ذلك بالدرجة الأولى إلى دعم برنامج حساب المواطن. علاوة على ذلك، فإن نسبة 50% من الأسر السعودية (حسب مستوى الدخل) سوف تحصل على نسبة فائدة صافية من برنامج حساب المواطن - أي بمعنى: فيما يتعلق بهذه الأسر، فإن الدعم النقدي يكون أعلى من الزيادة المحتملة في الإنفاق الأسري بسبب الإصلاحات. كما أن الاستفادة الإضافية من تكلفة بدل المعيشة (القابل للتطبيق فقط لعام 2018) تعني أن نسبة 90% من الأسر السعودية ستكون محمية هذا العام.

(ج) يظل إنفاق الأسر السعودية في مستوى جيد؛ يبدأ إنفاق الأسر غير السعودية في الانخفاض: من خلال الدعم المقدم من البرامج الحكومية، يكون من المتوقع أن ينمو إنفاق الأسر السعودية بنسبة 6.8% خلال الفترة من 2017 - 2020 (من مبلغ 750 مليار ريال سعودي في 2017 إلى مبلغ 801 مليار ريال سعودي في 2020). وعلى الرغم من ذلك، لا يوجد برنامج دعم للأسر غير السعودية لتعويض نسبة الزيادة في أسعار الطاقة/المرافق، حيث إن ضريبة القيمة المضافة ورسوم المرافق تعني أن إنفاقهم سوف ينخفض بنسبة 13.5% خلال الفترة من 2017 - 2020 (من مبلغ 192 مليار ريال سعودي في 2017 إلى مبلغ 166 مليار ريال سعودي في 2020).

(د) من هي الفئة التي ستتأثر من ناحية الإنفاق؟: (1) الأسر السعودية ذات الدخل العالي: نسبة 11% من الأسر لديها نفقات تقدر بـ < 25000 ريال سعودي شهريًا، وتمثل نسبة 40% من إجمالي الإنفاق الاستهلاكي للسعوديين. حيث أننا نعتقد أن هذه الفئة ستكون هي الأكثر عرضة لانخفاض مستوى الإنفاق الاستهلاكي، لأنها تقع في فئة الدخل المرتفع، وبالتالي لا يتم دعمها من خلال برنامج حساب المواطن/تكلفة بدل المعيشة. (2) الأسر غير السعودية: سوف يتأثر الإنفاق الاستهلاكي في جميع شرائح الدخل، ويرجع ذلك بشكل رئيسي إلى رسوم المرافق.

(هـ) ما هي شرائح الاستهلاك التي يرجح أن تتأثر؟ حسب التحليل أعلاه، سوف يكون التأثير جليًا على السعوديين ذوي الدخل المرتفع (بنفقات أكثر من 25000 ريال شهريًا) وجميع الأسر غير السعودية. وسوف تواجه شرائح الاستهلاك هذه ضغوطًا والتي تسجلت زيادة سابقة في إنفاق هذه المجموعات الأسرية. وتتمثل هذه الزيادات في النقل (بشكل رئيسي شراء المركبات) وسائل الترفيه والثقافة (بشكل رئيسي: باقات العطلات) والأثاث والمفروشات والمطاعم.

(و) الآثار المترتبة على شركات قطاع الاستهلاك: تتمثل الآثار الرئيسية على شركات قطاع الاستهلاك في الآتي: (1) سوف تصبح المكاسب من الحصة في السوق هي الدافع الرئيسي للإيرادات في غياب معدلات النمو في القطاع - (2) سوف يؤدي ضغط الهامش من الإصلاحات إلى توحيد القطاع، مما يكون في صالح تجار التجزئة المنظمين.

تعتبر مسألة كيفية ومدى تأثير إنفاق المستهلك بالإصلاحات المتعددة (ضريبة القيمة المضافة والكهرباء والبنزين وبرنامج حساب المواطن والبدلات الخاصة ورسوم الوافدين) من الأمور الرئيسية التي تثير مخاوف المستثمرين حاليًا. استنادًا إلى افتراضاتنا، فإننا نوضح اتجاهات إنفاق المستهلك المتوقعة لكل من السعوديين وغير السعوديين في المستقبل.

التوصيات والأسعار المستهدفة

السهم	التوصية	السعر المستهدف
جرير	حياد	SAR165.3
العنيم	حياد	SAR149.6
فواز الحكير	زيادة المراكز	SAR40.0
اكسترا	زيادة المراكز	SAR60.3
المراعي	حياد	SAR48.2
صافولا	حياد	SAR40.2
هرفي	تحت المراجعة	تحت المراجعة

Mazen Al-Sudairi
Tel +966 11 2119449
alsudairim@alrajhi-capital.com

Nivedan Reddy Patlolla, CFA
Tel +966 11 211 9423
patlollan@alrajhi-capital.com

الآثار المترتبة على شركات قطاع الاستهلاك:

1- سوف تصبح المكاسب من الحصة في السوق هي الدافع الرئيسي للإيرادات في غياب معدلات نمو القطاع:

- نظرًا لأن الإنفاق الاستهلاكي الإجمالي على الأرجح سوف يظل مستقرًا على المدى المتوسط (نمو بنسبة 3.8% فقط خلال الفترة من 2017 - 2020)، فإن الدافع الرئيسي لنمو الإيرادات لدى شركات قطاع الاستهلاك سوف يتمثل في زيادة المكاسب من الحصة في السوق.
- سوف تكون الشركات العاملة في شرائح الفرعية للاستهلاك ذات الحصة العالية غير المنظمة هي الأكثر استفادة على سبيل المثال: البقالة (نسبة 55% من الأسواق غير المنظمة وتجارة البيع بالتجزئة الإلكترونية (نسبة 65% من الأسواق غير المنظمة) وتمتلك الشرائح نسبة + 50% من الأطراف غير المنظمة. وسوف تكون شركات مثل: أسواق عبدالله العثيم - أسواق بنده - الشركة المتحدة للإلكترونيات (إكسترا) - مكتبة جرير هم المستفيدين على المدى الطويل من أي تحول في الحصص في السوق إلى الأطراف المنظمين.

2- سوف يؤدي ضغط الهوامش إلى توحيد القطاع:

- يتعين على الشركات الصغيرة أن تعادل ضغط كل من: (أ) عدم نمو المبيعات للقطاع بأكمله (على افتراض أفضل السيناريوهات - لا يحدث تحول في حصة السوق إلى أي طرف) - (ب) ضغط الهوامش (رسوم المرافق - متطلبات برنامج نطاقات - الامتثال لضريبة القيمة المضافة - الزيادة المحتملة في الأسعار التجارية في خدمات الكهرباء والديزل والمياه في المستقبل).
- يُمثل هذا السيناريو أرضًا خصبة للعمل على تعزيز القطاع في رأينا. سوف تبدأ الأطراف الأصغر حجمًا تدريجيًا في الاختفاء كما يصبح الحصول على النقد أكثر صعوبة تدريجيًا. وبالإضافة إلى ذلك، فإن تشديد التمويل من جانب الموردين سوف يؤثر أيضًا على متطلبات رأس المال العامل ويزيد من حدة الأزمة النقدية لدى الأطراف الأصغر حجمًا.
- وبوجه عام، نعتقد أن تعزيز القطاع من خلال (أ) اختفاء الأطراف الأصغر حجمًا - (ب) أنشطة الدمج والاستحواذ، سوف يفيد الأطراف المنظمين لأنه يعني نمو حجم أفضل وقوة تسعير لأصحاب الشركات الكبيرة.

(ز) كيف يصبح الوضع أمام المستثمرين؟: نعتقد أنه يلزم على المستثمرين اتباع نهج طويل الأجل في قطاع الاستهلاك داخل المملكة العربية السعودية، حيث (أ) الشركات تمر بفترة فيها العديد من الإصلاحات، وبالتالي فإن الأرباح على المدى القريب لن تكون مماثلة لمعدل الأرباح التقليدي - (ب) نحن في المراحل الأولى من إجراءات توحيد القطاع المتوقعة، والتي سوف تعود فوائدها الكاملة فقط على المدى المتوسط (مدة من 2 - 3 سنوات).

- في المدى القريب ← من المتوقع انخفاض في مستوى الاستهلاك (اختيار البدائل الأقل سعرًا) ليكون بمثابة الاستجابة المفضلة لدى المستهلكين، كما تم ذكره في تقريرنا في العام الماضي بشأن إنفاق المستهلكين. ونتيجة لذلك، قد يلجأ تجار البيع بالتجزئة إلى فرض خصومات لحماية الحصة في السوق. وسوف تؤثر المنافسة على الحصة في السوق على الهوامش والربحية على المدى القصير.
- على المدى المتوسط والطويل ← من المتوقع أن يؤدي توحيد القطاع إلى تحقيق عائد جيد وهوامش أرباح جيدة للأطراف المنظمة في كل من قطاعات الاستهلاك.
- توصيتنا - شراء الاسهم المتأثرة والاحتفاظ بها على المدى الطويل: نتوقع حدوث تقلب في الأرباح على المدى القريب مع الشركات والمستهلكين على حد سواء عند التكيف مع الإصلاحات. وبمثل شراء الاسهم المتأثرة من هذه الآثار الناتجة عن هذا التقلب استراتيجية مثالية لدى المستثمرين على المدى الطويل. يرجى الرجوع إلى الجدول رقم 1 للاطلاع على ملخص حول التقييمات.

ونحن نبنّي توصيتنا على قناعتنا بأن شركات البيع بالتجزئة المنظمة الكبيرة والشركات الاستهلاكية سوف تكون أقوى بعد تكيفها خلال الفترة الحالية من التحول. وبفضل حجمها وامتيازها الكبير (شبكة تخزين كبيرة - مجموعة منتجات SKU ومنتجات متفوقة - قدرات توزيع متعددة القنوات - ولاء العملاء - وما إلى ذلك)، فإنها تمتلك مزايا كبيرة - على سبيل المثال: (أ) شروط أفضل للموردين - (ب) قدرة أكبر على فرض خصومات، وبالتالي اجتذاب الخطوات - (ج) تحسين القدرة على التكيف مع التوطين وأهداف أخرى. وعلاوة على ذلك، التكيف على قوة ميزانيتها العمومية، وسوف يستمر الأطراف المنظمين في العمل على التوسع في البيئة الحالية في حين تظهر الأطراف غير المنظمة في الخلف.

خياراتنا المفضلة:

- **شركة أسواق عبدالله العثيم (السعر المستهدف: 149.6 ريال سعودي؛ السعر السوقي الحالي: 139.0 ريال سعودي – نسبة الارتفاع: 7.5%)** تعد هي أفضل خيارتنا في تغطيتنا نظراً لارتفاع معدل إيراداتها ووضوح مكاسبها. وقد حققت شركة أسواق عبدالله العثيم نمواً متساقداً مدفوعاً بالتوسعات القوية (بشكل أساسي على شكل سوبر ماركت، حيث تركز على محلات البقالة والقطاعات الطازجة التي تمثل نسبة 95% من مجموع إيرادات الشركة)، كما تقوم بتحقيق الدخل المذكور من خلال التركيز على السعوديين ذوي الدخل المتوسط والمنخفض وبرنامج بطاقة الولاء. بالرغم من أن الارتفاع على المدى القريب قد يكون محدوداً، المستثمرين سيجدون فرصة على المدى البعيد لتوفير دوافع عديدة قد تدعم السهم.
- **ونفضل الشركة المتحدة للإلكترونيات (إكسترا) (السعر المستهدف: 60.3 ريال سعودي؛ السعر السوقي الحالي: 53.0 ريال سعودي – نسبة الارتفاع: 13.8%)** حيث تواصل الشركة الحصول على حصة في السوق على خلفية التغيرات في هيكل الصناعة (أي بمعنى: خروج مجموعات الكترونية أصغر – سلطة تقاوض أفضل للمجموعات الأكبر – مثل: مكتبة جرير والشركة المتحدة للإلكترونيات (إكسترا) من الموردين - وإغلاق متاجر الاتصالات الصغيرة بسبب متطلبات نظام السودة). ومن شأن عودة الشركة المتحدة للإلكترونيات "إكسترا" إلى تحقيق الربحية المتسقة وجيل التدفق النقدي الحر FCF المرتفع على مدار الأرباع القليلة الماضية أنها سوف تساعد على زيادة وتيرة عمليات طرح المخزون (تم افتتاح 6 متاجر فقط من عام 2014 فصاعداً)، مما يمكن أن يساهم في زيادة مكاسب حصتها في السوق وزيادة معدل تشغيل الإيرادات على المدى المتوسط. **ملحوظة:** قمنا بتعديل سعرنا المستهدف لإكسترا إلى 60.3 ريال (من 53.6 سابقاً) لتوجهنا للسعر المستهدف لعام 2018.
- **شركة فواز عبدالعزيز الحكير وشركاه (السعر المستهدف: 40.0 ريال سعودي؛ السعر السوقي الحالي: 29.9 ريال سعودي – نسبة الارتفاع: 33.7%)** تمثل أداء مرحلي، وقد تم تشغيل الشركة بشكل جيد في الأرباع القليلة الماضية، مع تحقيق مكاسب هامش ربحية ثابتة على أساس سنوي. ومع ارتفاع تقديم المخزون وخسائر مرتفعة في العمليات الدولية، سوف تتحسن قيمة صافي الدخل خلال السنة المالية 2018 - 2020 (نهاية السنة المالية للشركة تكون في شهر مارس، وتقابل السنة المالية 2018 شهر مارس 2018) في رأينا، على الرغم من نمو الإيرادات الضعيف. يكون الارتفاع في مستوى العمالة السعودية (برنامج نطاقات هو أحد الدوافع) - بما في ذلك: ارتفاع نسبة توظيف المرأة السعودية بمثابة محرك طويلاً للأجل للمخزون. زيادة التوظيف للمواطنين مشمولة ارتفاع توظيف الاناث (دخل أكثر متاح للإنفاق) هي عوامل محفزة للسهم على المدى الطويل.

شكل 1: ملخص التغطية الخاصة بنا

السعر الحالي	القيمة السوقية	السعر المستهدف	العائد على حقوق الملكية	مكرر القيمة الدفترية	قيمة											
(ريال)	(مليون ريال)	(ريال)	%	مكرر الربحية (مرة)	المنشأة/EBITDA	التغير (%)	التصنيف									
2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e									
جريب	166.2	14,958	-0.6%	حياد	55.7%	57.0%	2019e	2018e	16.3	14.9	8.8	8.2	2019e	2018e	13.1	11.8
اكسترا	53.0	2,226	13.8%	زيادة المراكز	22.4%	21.2%	2019e	2018e	14.5	13.5	3.3	2.9	2019e	2018e	10.1	9.2
العثيم	139.1	6,260	7.5%	حياد	21.5%	20.6%	2019e	2018e	16.9	15.2	3.6	3.1	2019e	2018e	7.4	6.5
فواز الحكير	29.9	6,285	33.7%	زيادة المراكز	11.8%	14.4%	2019e	2018e	18.0	18.0	2.1	2.1	2019e	2018e	8.6	8.6
المراعي	50.4	50,350	-4.2%	حياد	14.1%	13.7%	2019e	2018e	22.5	21.2	3.1	2.8	2019e	2018e	12.8	12.4
صافولا	37.1	19,795	8.4%	حياد	8.6%	10.6%	2019e	2018e	22.9	17.2	2.0	1.8	2019e	2018e	9.9	8.2
هرفي	45.5	2,943	NA	تحت المراجعة	23.3%	23.6%	2019e	2018e	13.4	12.3	3.1	2.9	2019e	2018e	10.1	9.3

المصدر: معلومات الشركة، الراجحي المالية. الاسعار الحالية كما في 14 فبراير 2018.

محفزات الإنفاق الاستهلاكي ومخاطره:

المحفزات :

- اعلان وزارة العمل بقصر العمل في 12 نشاط على السعوديين تشمل الاجهزة الالكترونية والمنزلية (ايجابي)
- لاكسترا وجريب بالإضافة الى الاخبار الصحفية بسعودة البقالات (ايجابي للعثيم وبند)
- استمرار بدل المعيشة (كامل أو جزئي) بعد عام 2018.
- ارتفاع نسبة مدفوعات برنامج حساب المواطن في مقابل التقديرات لدينا.
- النشاط الاقتصادي وتسارع التوظيف بسبب الارتفاع في أسعار النفط.

المخاطر :

- الارتفاع في أسعار خدمات الكهرباء/المياه/البنزين قياساً بتوقعاتنا.
- مغادرة الوافدين و/أو من يعملون المملكة.

نقاط رئيسية من تحليلنا

يبقى الإنفاق الاستهلاكي مستقرًا ...

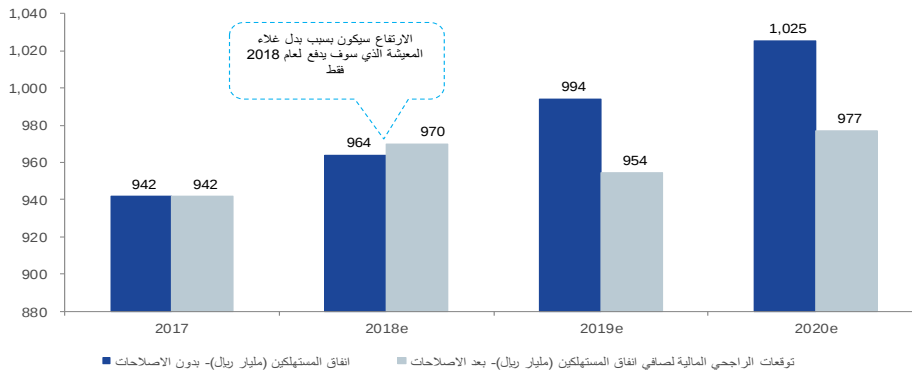
ملحوظة: برجاء الرجوع إلى صفحة 13 للاطلاع على الافتراضات التي تستند إليها حساباتنا.

استنادًا إلى حساباتنا، نعتقد بأن إجمالي الإنفاق الاستهلاكي في المملكة سوف ينمو بنسبة 3.8 % فقط (على نحو شبه مستقر) خلال الفترة بين 2017 – 2020 بعد النظر في تأثير الإصلاحات المطروحة مؤخرًا، أي ضريبة القيمة المضافة ورسوم العمالة الوافدة وزيادة رسوم الكهرباء والبنزين وبرنامج حساب المواطن وبدل غلاء المعيشة. في حين أن ضريبة القيمة المضافة والزيادة في أسعار الكهرباء والبنزين تمثل تكلفة على كلاً من الأسر السعودية وغير السعودية، فإن رسوم المرافق لا يتحملها سوى الأسر غير السعودية فقط.

ومن ناحية أخرى، نفذت الحكومة برامج لدعم الأسر السعودية من أجل مواجهة ارتفاع تكاليف المعيشة. ويمثل برنامج حساب المواطن (تحويلات نقدية شهرية تذهب إلى الأسر السعودية حسب مستوى الدخل وعدد المعالين) ومخصص غلاء المعيشة (قيمتها 1000 ريال سعودي شهريًا من أجل موظفي القطاع العام – فقط لعام 2018) تدفقات نقدية داخلية للأسر السعودية المستحقة التي سوف تساعد في عكس (بالكامل أو جزئيًا، بناءً على شريحة الدخل – انظر الجدول 9 و 10 و 11) أثر هذه الإصلاحات.

إننا خصمنا صافي الأثر لجميع الإصلاحات من حالتنا الأساسية (تقديرات الإنفاق الاستهلاكي دون تأثير الإصلاحات) للوصول إلى صافي مستوى الإنفاق الاستهلاكي المقدر.

شكل 2: سيظل إنفاق المستهلك الإجمالي مستقرًا نوع ما على مدى الفترة من 2017 إلى 2020م



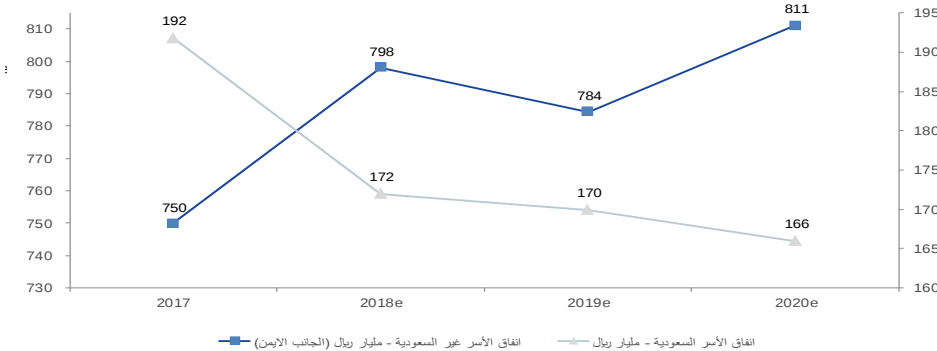
المصدر: الراجحي المالية.

... متأثرًا بالأسر غير السعودية

سوف يدعم برنامج حساب المواطن ومخصص غلاء المعيشة (فقط لعام 2018، اعتبارًا من الآن) إنفاق الأسر السعودية على مدار الفترة من 2017 – 2020، والذي سوف ينمو بنسبة 8.2 % خلال هذه الفترة. ومع ذلك، سوف يتضاءل إنفاق الأسر غير السعودية بنسبة 13.5 % خلال هذه الفترة، باعتبارها (أ) ضريبة مستقلة تمثل عبئًا إضافيًا على الأسر غير السعودية فضلًا عن ضريبة القيمة المضافة وزيادة أسعار الكهرباء / البنزين، و (ب) أن تلك الأسر غير مستحقة لبرنامج الدعم الحكومي.

زيادة الإنفاق من قبل الأسر السعودية سوف يلغى بسبب تقليص الأسر غير السعودية إنفاقها، لذلك من المتوقع أن يبقى إجمالي الإنفاق الاستهلاكي في المملكة مستقرًا.

شكل 3: زيادة إنفاق الأسر السعودية، وانخفاض إنفاق غير السعوديين



المصدر: الراجحي المالية.



اتجاهات إنفاق الأسر السعودية

في حين أن مخصص غلاء المعيشة يحفز الأسر السعودية على الإنفاق في عام 2018 (وهو العام الوحيد الذي ينطبق عليه، حتى الآن)، فإن العاملين القادمين، أي عامي 2019 و2020، سوف يشهدان أثرًا سلبيًا لتلك الإصلاحات، على الرغم من الدعم المقدم من خلال برنامج حساب المواطن. ومع ذلك، فإن الأسر ذات الدخل المرتفع (إنفاق 15,000 ريال سعودي أو أكثر في الشهر) سوف تستوعب وتحتوي معظم ذلك الأثر، في حين أن الأسر ذات الإنفاق الأقل من 15,000 ريال سعودي شهريًا (~70% من إجمالي الأسر السعودية) ستظل محمية ببرنامج حساب المواطن. لمزيد من التفاصيل حول تمييز الأثر حسب شريحة الدخل، انظر الجداول 10.9 و11.

وبشكل عام، سوف يبقى إنفاق الأسر السعودية جيدًا خلال الفترة من 2017 – 2020، بدعم رئيسي من برنامج حساب المواطن.

شكل 4: صورة لإنفاق أسر المستهلكين السعوديين

2020e	2019e	2018e	2017	(مليار ريال)
827	798	771	750	سنة الأساس ، بدون أي إصلاحات (A)
				اثر:
(23)	(23)	(22)		ضريبة القيمة المضافة
				إصلاحات أسعار الطاقة والخدمات
(13)	(12)	(12)		- الكهرباء
(4)	0	0		- الماء
(13)	(13)	(13)		- البنزين
38	34	33		برنامج حساب المواطن
0	0	40		بدل تكلفة غلاء المعيشة في 2018
(16)	(14)	27	0	إجمالي أثر الإصلاحات على العوائل السعودية (B)
811	784	798	750	صافي إنفاق الأسر السعودية (B+A)

المصدر: الراجحي المالية.

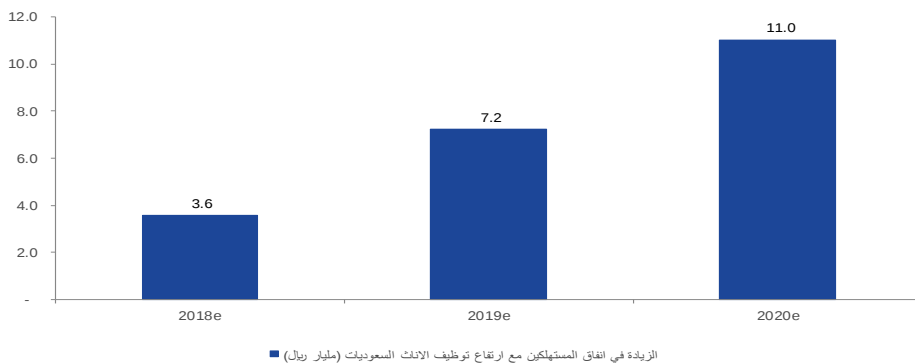
وهناك عوامل أخرى لا تؤخذ بعين الاعتبار في حساباتنا: لا يُعَلَّل إنفاق الأسر السعودية على النحو المحسوب أعلاه الإصلاحات الأخرى التي تسعى إليها الحكومة، مثل استهداف زيادة العمالة النسائية السعودية. واستنادًا إلى افتراضاتنا، إذا زادت مشاركة السيدات السعوديات إلى 19.5% بحلول عام 2020 (من 17.8% بنهاية عام 2017) و تراجع معدل البطالة إلى 30% بحلول عام 2020 (من 32.7% في نهاية عام 2017)، فسوف يسهم في الإنفاق الاستهلاكي الإضافي بمقدار 11 مليار ريال على الاقتصاد. وسوف يسترد هذا الإنفاق الإضافي 16 مليار ريال تقريبًا من الأثر الصافي للإصلاحات على الأسر السعودية بحلول عام 2020.

شكل 5: الافتراضات الرئيسية بشأن توظيف السيدات السعودية

2020e	2019e	2018e	2017	2016	2015	2014	2013	2012	
19.5%	19.0%	18.5%	17.8%	17.2%	17.4%	17.6%	16.4%	15.7%	نسبة المشاركة في الاقتصاد (15 سنة وأكثر)
30.0%	31.1%	32.2%	32.7%	34.5%	33.8%	32.8%	33.2%	35.7%	نسبة البطالة

المصدر: مؤسسة النقد، الهيئة العامة للإحصاء، الراجحي المالية.

شكل 6: زيادة توظيف السيدات السعوديات -إيجابي لإنفاق المستهلك



المصدر: الراجحي المالية.



اتجاهات إنفاق الأسر غير السعودية

كما ذكرنا أعلاه، فإن الأسر غير السعودية ليست مستحقة لبرامج الدعم الحكومي. وتمثل الضريبة على القيمة المضافة وارتفاع أسعار الكهرباء / البنزين ما يقرب من 7 - 8 % من الدخل المتاح للأسر غير السعودية. ومع ذلك، فإن لرسوم المرافق تأثيراً رئيسياً على إنفاق الأسر غير السعودية والذي يبدأ بنسبة 3.4 % من الدخل المتاح أو القابل للصرف في عام 2018 ويزيد بنسبة 8.4 % في عام 2020 أي أكثر من التأثير المشترك لضريبة القيمة المضافة وارتفاع أسعار الكهرباء / البنزين!

شكل 7: صورة لإنفاق أسر المستهلكين غير السعوديين

(مليار ريال)	2017	2018e	2019e	2020e
سنة الأساس، بدون أي إصلاحات (A)	192	193	196	199
أثار:				
ضريبة القيمة المضافة	(5)	(5)	(5)	(5)
إصلاحات أسعار الطاقة والخدمات				
- الكهرباء	(6)	(6)	(6)	(6)
- الماء	0	0	0	(2)
- البنزين	(2)	(2)	(2)	(2)
رسوم المرافق	(7)	(12)	(17)	(17)
إجمالي أثر الإصلاحات على العوائل غير السعودية (B)	0	(21)	(26)	(33)
صافي إنفاق الأسر غير السعودية (B+A)	192	172	170	166

المصدر: الراجحي المالية.

وترجع الزيادة الحادة في الرسوم المعتمدة خلال الفترة 2018 - 2020 إلى الزيادة المرحلية في كل عام. ووفقاً للجدول الزمني المبين في برنامج التوازن المالي، فقد بدأت الضريبة المفروضة بالفعل عند 100 ريال سعودي شهرياً لكل من المعالين خلال شهر يوليو 2017، وسوف تزيد بنسبة 100 ريال سعودي سنوياً أي ستصبح قيمتها في يوليو 2018 حوالي 200 ريال سعودي شهرياً لكل مرافق وسوف ترتفع الضريبة في النهاية إلى 400 ريال سعودي شهرياً لكل مرافق اعتباراً من يوليو 2020.

شكل 8: الرسوم المفروضة على صاحب العمل أو المرافق في المملكة العربية السعودية

المقابل المالي على الوافد لكل مرافق	المقابل المالي على الشركات التي تحتوي على عمالة وافدة مساوية أو أقل عن أعداد العمالة السعوديين	المقابل المالي على الشركات التي تحتوي على عمالة وافدة تزيد عن أعداد العمالة السعوديين
2017 100 ريال في الشهر: ابتداء من يوليو	2018 200 ريال في الشهر: ابتداء من يوليو	2019 300 ريال في الشهر: ابتداء من يوليو
2018 300 ريال في الشهر: ابتداء من يوليو	2019 500 ريال في الشهر: ابتداء من يناير	2020 700 ريال في الشهر: ابتداء من يناير
2019 500 ريال في الشهر: ابتداء من يوليو	2020 800 ريال في الشهر: ابتداء من يناير	

المصدر: وثيقة برنامج تحقيق التوازن المالي.

ما هي الأسر المحمية من الإصلاحات وما هي الأسر المتعرضة لها؟

لفهم الأسر المحمية بشكل أفضل من الإصلاحات والأسر التي تتعرض لتناقص الدخل المتاح للإنفاق، قمنا بفصل تأثير الإصلاحات لشرائح إنفاق متنوعة تتراوح بين 3,000 ريال سعودي في الشهر إلى 25,000 ريال سعودي في الشهر. ثم قمنا بتحليل كل من شرائح الإنفاق لمعرفة مستوى إنفاق الأسر، في مقابل التأثير بالإصلاحات:

1- الأسر السعودية - غالبية الأسر السعودية محمية من الإصلاحات

تشير اقتراحاتنا إلى أن غالبية الأسر السعودية ستكون محمية من الإصلاحات، خاصة في 2018 عندما تكون إعانة غلاء المعيشة (1,000 ريال سعودي في الشهر لكل أسرة) مطبقة. وفي 2018، تعتبر نسبة ~88% من الأسر السعودية محمية من تأثير الإصلاحات.



شكل 9: الأسرة السعودية - تفصيل اثر 2018 حسب شرائح الإنفاق (ريال سعودي في الشهر لكل أسرة)

تقسيم الإنفاق	<3,000	3,000-8,999	9,000-14,999	15,000-24,999	25,000+	المجموع
نسبة الأسر في التقسيم %	6%	36%	29%	17%	12%	100%
اتفاق الأسر - بدون الإصلاحات (A)	2,102	7,196	13,712	22,118	62,707	18,096
ضريبة القيمة المضافة	(41)	(181)	(359)	(613)	(1,929)	(507)
اصلاحات اسعار الطاقة والخدمات	(93)	(286)	(348)	(268)	(223)	(282)
- الكهرباء	0	0	0	0	0	0
- الماء	(6)	(60)	(148)	(358)	(1,449)	(300)
- البنزين	1,373	1,080	810	405	0	775
برنامج حساب المواطن	0	1,000	1,000	1,000	1,000	940
بدل تكلفة غلاء المعيشة في 2018	1,232	1,553	955	167	(2,601)	626
صافي الاثر لجميع الإصلاحات (B)	59%	22%	7%	1%	-4%	3%
اثر الإصلاحات كنسبة من الأساس (B/A)						

المصدر: الراجحي المالية.

كما يتضح من المخطط السابق، باستثناء شريحة النفقات التي تتجاوز 25,000 ريال سعودي (12% من الأسر)، معظم الأسر الأخرى أفضل حالاً من سيناريو الحالة الأساسية. ويمكن لشخص أن يقول أيضاً أن أقل 3 شرائح (أقل من 15,000 ريال سعودي)، والتي تُمثّل 71% من الأسر السعودية، ستشهد نهضة مادية في الدخل المتاح للإنفاق من برامج الدعم الحكومية.

على الرغم من ذلك، بمجرد وقف إعانة غلاء المعيشة، سيتغير الوضع من العام القادم فصاعداً، كما يتضح في حسابات 2019 و2020 أدناه:

شكل 10: الأسرة السعودية - تفصيل اثر 2019 حسب شرائح الإنفاق (ريال سعودي في الشهر لكل أسرة)

تقسيم الإنفاق	<3,000	3,000-8,999	9,000-14,999	15,000-24,999	25,000+	المجموع
نسبة الأسر في التقسيم %	6%	36%	29%	17%	12%	100%
اتفاق الأسر - بدون الإصلاحات (A)	2,134	7,304	13,918	22,450	63,647	18,368
ضريبة القيمة المضافة	(42)	(183)	(365)	(622)	(1,958)	(515)
اصلاحات اسعار الطاقة والخدمات	(93)	(286)	(348)	(268)	(223)	(282)
- الكهرباء	0	0	0	0	0	0
- الماء	(6)	(60)	(148)	(358)	(1,449)	(300)
- البنزين	1,373	1,080	810	405	0	775
برنامج حساب المواطن	0	0	0	0	0	0
بدل تكلفة غلاء المعيشة في 2018	1,231	550	(51)	(842)	(3,630)	(321)
صافي الاثر لجميع الإصلاحات (B)	58%	8%	0%	-4%	-6%	-2%
اثر الإصلاحات كنسبة من الأساس (B/A)						

المصدر: الراجحي المالية.

شكل 11: الأسرة السعودية - تفصيل اثر 2020 حسب شرائح الإنفاق (ريال سعودي في الشهر لكل أسرة)

تقسيم الإنفاق	<3,000	3,000-8,999	9,000-14,999	15,000-24,999	25,000+	المجموع
نسبة الأسر في التقسيم %	6%	36%	29%	17%	12%	100%
اتفاق الأسر - بدون الإصلاحات (A)	2,166	7,413	14,127	22,786	64,602	18,643
ضريبة القيمة المضافة	(42)	(186)	(370)	(631)	(1,987)	(523)
اصلاحات اسعار الطاقة والخدمات	(93)	(286)	(348)	(268)	(223)	(282)
- الكهرباء	(44)	(85)	(102)	(116)	(115)	(96)
- الماء	(6)	(60)	(148)	(358)	(1,449)	(300)
- البنزين	1,510	1,188	891	446	0	852
برنامج حساب المواطن	0	0	0	0	0	0
بدل تكلفة غلاء المعيشة في 2018	1,324	571	(77)	(928)	(3,774)	(348)
صافي الاثر لجميع الإصلاحات (B)	61%	8%	-1%	-4%	-6%	-2%
اثر الإصلاحات كنسبة من الأساس (B/A)						

المصدر: الراجحي المالية.



كما هو واضح أعلاه في الجدولين، من بداية عام 2019 فصاعدًا، سيكون ما يلي هو التأثير المباشر:

- ستظل الأسر السعودية التي يقل إنفاقها عن 9,000 ريال سعودي في الشهر (42% من الأسر السعودية) محمية بسبب الدعم من برنامج حساب المواطن
 - سيكون التأثير محايداً للأسر التي يتراوح إنفاقها عن 9,000 - 15,000 ريال سعودي في الشهر (29% من الأسر السعودية). وقد يقلص برنامج حساب المواطن من تأثير الإصلاحات.
 - ستكون الأسر التي يزيد إنفاقها عن 15,000 ريال سعودي في الشهر (29% من الأسر السعودية) هي أكثر المتأثرين جراء ذلك (خاصةً شريحة الإنفاق التي تزيد عن 25,000 ريال سعودي).
- وقد لخصنا فيما يلي ما يعنيه ما سبق للتغيرات المحتملة لأنماط إنفاق الأسر السعودية في المستقبل:

شكل 12: التغيرات المحتملة في أنماط إنفاق السعوديين

مقدار الإنفاق (ريال/شهر)	النسبة من الأسر السعودية	النسبة من إجمالي إنفاق السعوديين	أثار الإصلاحات على إنفاق المستهلكين	الآثار المترتبة على أنماط إنفاق المستهلكين
< SAR9,000	42%	15%	إيجابي (حوالي 12 مليار ريال سعودي دخل إضافي قابل للاستهلاك)	تحسن حجم النمو في القطاعات الضرورية مثل الغذاء والمشروبات، والاتصالات و تخصيص دخل إضافي قابل للاستهلاك في السلع والخدمات الشخصية، والأقمشة والملابس والمطاعم
SAR9,000-15,000	29%	22%	محايد	من المحتمل الحفاظ على أنماط الإنفاق الحالية
SAR15,000+	29%	63%	سلبي (حوالي 25 مليار ريال سعودي تأثير على الدخل المتاح)	من المرجح أن يكون التراجع في بعض القطاعات ضرورية مثل النقل (المركبات)، والأثاث والتأثير، والمطاعم المتوسطة. ومن جهة أخرى، الإنفاق على القطاعات الضرورية والقطاعات ذات الأهمية المتوسطة لن تشهد تغير كبير

المصدر: الراجحي المالية.

فيما يلي تصنيف للقطاعات الاختيارية (غير الضرورية)، والضرورية و"المختلطة" (تدرج بين الاثنين) وكيفية تغير الإنفاق المطلق على مدى الفترة من 2007 إلى 2013 للأسر السعودية.

شكل 13: تصنيف الأسر السعودية استناداً إلى التغيير المطلق في الإنفاق على مدى الفترة من 2007 إلى 2013

التصنيف	أقل من 3,000	3,000-8,999	9,000-14,999	15,000-24,999	25,000+
النقل	⬇️	⬇️	⬇️	⬇️	⬇️
تأثيث وتجهيز المنزل	⬇️	⬇️	⬇️	⬇️	⬇️
الترفيه والثقافة	⬇️	⬇️	⬇️	⬇️	⬇️
خدمات المطاعم والفنادق	⬇️	⬇️	⬇️	⬇️	⬇️
الأقمشة والملابس والأحذية	⬇️	⬇️	⬇️	⬇️	⬇️
السلع والخدمات الشخصية المتنوعة	⬇️	⬇️	⬇️	⬇️	⬇️
خدمات الرعاية الصحية	⬇️	⬇️	⬇️	⬇️	⬇️
التعليم	⬇️	⬇️	⬇️	⬇️	⬇️
الاتصالات	⬇️	⬇️	⬇️	⬇️	⬇️
التبغ	⬇️	⬇️	⬇️	⬇️	⬇️
الاعذية والمشروبات	⬇️	⬇️	⬇️	⬇️	⬇️
السكن والمياه والكهرباء والغاز ووقود أخرى	⬇️	⬇️	⬇️	⬇️	⬇️

المصدر: الهيئة العامة للإحصاء، الراجحي المالية.

كما يتضح من الجدول السابق، مع ارتفاع الدخل (التحرك عبر الجدول لشرائح الإنفاق الأعلى)، يزيد إنفاق الأسر على الشرائح "غير الضرورية" مثل النقل والأثاث والترفيه. وبما أن الأسر ذات الدخل الأعلى (أي التي يزيد إنفاقها عن 15,000 ريال سعودي؛ خاصةً شريحة الإنفاق التي تبلغ 25,000 ريال سعودي أو أكثر) هي أكثر الأسر المتأثرة بالإصلاحات، تعتبر الشرائح الغير ضرورية التي قاموا بزيادة الإنفاق عليها سابقاً هي أكثر الشرائح المعرضة لخطر الانخفاض الإنفاق الاستهلاكي.

2- الأسر غير السعودية - كافة الأسر متأثرة؛ رسوم المرافق أكثر بند مصروفات

تشير اقتراحاتنا إلى أن غالبية الأسر السعودية ستكون محمية من الإصلاحات، خاصة في 2018 عندما تكون إعانة غلاء المعيشة (1,000 ريال سعودي في الشهر لكل أسرة) مطبقة. وفي 2018، تعتبر نسبة ~88% من الأسر السعودية محمية من تأثير الإصلاحات.

تشير اقتراحاتنا إلى أن جميع الأسر غير السعودية ستتأثر بالإصلاحات، لأنهم (أ) غير مؤهلين لبرامج الدعم الحكومي (ب) تمثل ضريبة الإعالة عبء إضافي على الأسر غير السعودية بخلاف ضريبة القيمة المضافة والزيادة في أسعار الكهرباء والبنزين. وعلى مدى الفترة من 2017 إلى 2020، سينخفض إنفاق الأسر غير السعودية بنسبة 13.5% استناداً إلى حساباتنا.

شكل 14: الأسرة غير السعودية - تفصيل اثر 2018 حسب شرائح الإنفاق (ريال سعودي في الشهر لكل أسرة)

تقسيم الإنفاق	<3,000	3,000-8,999	9,000-14,999	15,000-24,999	25,000+	المجموع
نسبة الأسر في التقسيم %	53%	30%	10%	6%	2%	100%
انفاق الأسر - بدون الإصلاحات (A)	2,705	5,980	13,535	22,261	59,179	6,760
ضريبة القيمة المضافة	(72)	(160)	(369)	(625)	(1,800)	(184)
اصلاحات اسعار الطاقة والخدمات	(132)	(286)	(348)	(268)	(223)	(209)
- الكهرباء	0	0	0	0	0	0
- الماء	(12)	(60)	(148)	(358)	(1,449)	(81)
- البنزين	0	(532)	(532)	(532)	(532)	(250)
رسوم المرافق	(216)	(1,038)	(1,397)	(1,782)	(4,004)	(724)
صافي الاثر لجميع الإصلاحات (B)	-8.0%	-17.4%	-10.3%	-8.0%	-6.8%	-10.7%
اثر الإصلاحات كنسبة من الأساس (B/A)						

المصدر: الراجحي المالية.

شكل 15: الأسرة غير السعودية - تفصيل اثر 2019 حسب شرائح الإنفاق (ريال سعودي في الشهر لكل أسرة)

تقسيم الإنفاق	<3,000	3,000-8,999	9,000-14,999	15,000-24,999	25,000+	المجموع
نسبة الأسر في التقسيم %	53%	30%	10%	6%	2%	100%
انفاق الأسر - بدون الإصلاحات (A)	2,746	6,070	13,738	22,594	60,067	6,862
ضريبة القيمة المضافة	(73)	(162)	(375)	(634)	(1,827)	(187)
اصلاحات اسعار الطاقة والخدمات	(132)	(286)	(348)	(268)	(223)	(209)
- الكهرباء	0	0	0	0	0	0
- الماء	(12)	(60)	(148)	(358)	(1,449)	(81)
- البنزين	0	(886)	(886)	(886)	(886)	(417)
رسوم المرافق	(217)	(1,395)	(1,757)	(2,146)	(4,386)	(893)
صافي الاثر لجميع الإصلاحات (B)	-7.9%	-23.0%	-12.8%	-9.5%	-7.3%	-13.0%
اثر الإصلاحات كنسبة من الأساس (B/A)						

المصدر: الراجحي المالية.

شكل 16: الأسرة غير السعودية - تفصيل اثر 2020 حسب شرائح الإنفاق (ريال سعودي في الشهر لكل أسرة)

تقسيم الإنفاق	<3,000	3,000-8,999	9,000-14,999	15,000-24,999	25,000+	المجموع
نسبة الأسر في التقسيم %	53%	30%	10%	6%	2%	100%
انفاق الأسر - بدون الإصلاحات (A)	2,787	6,161	13,945	22,933	60,968	6,965
ضريبة القيمة المضافة	(74)	(165)	(380)	(644)	(1,855)	(190)
اصلاحات اسعار الطاقة والخدمات	(132)	(286)	(348)	(268)	(223)	(209)
- الكهرباء	(51)	(85)	(102)	(116)	(115)	(71)
- الماء	(12)	(60)	(148)	(358)	(1,449)	(81)
- البنزين	0	(1,241)	(1,241)	(1,241)	(1,241)	(583)
رسوم المرافق	(270)	(1,836)	(2,218)	(2,626)	(4,883)	(1,133)
صافي الاثر لجميع الإصلاحات (B)	-9.7%	-29.8%	-15.9%	-11.5%	-8.0%	-16.3%
اثر الإصلاحات كنسبة من الأساس (B/A)						

المصدر: الراجحي المالية.

وكما هو واضح في الجداول السابقة، من 2018 فصاعداً، سيكون ما يلي هو التأثير على أنماط إنفاق الأسر غير السعودية:

- سينخفض الإنفاق لكافة شرائح المستهلكين بغض النظر عن القطاع "غير الضرورية" أو "الضرورية". وعلى الرغم من ذلك، سوف ينخفض الإنفاق تجاه القطاعات "غير الضرورية".
- قد تسبب رسوم المرافقين مغادرة بعض الأسر، مما قد يؤثر على أحجام قطاعات الاستهلاك "الضرورية".

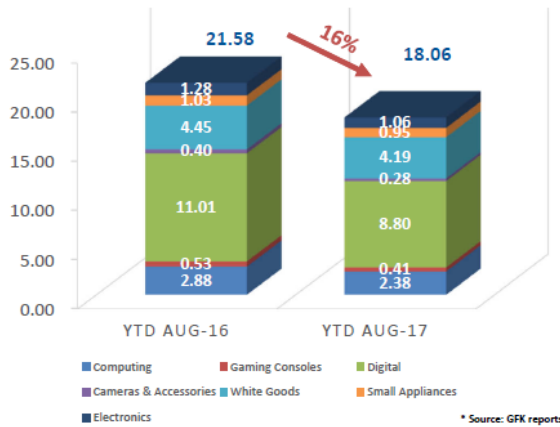
التأثير على شركات قطاع المستهلكين

مكاسب الحصة السوقية هي الدافع الرئيسي في 2017-2020:

- نظراً لأن الإنفاق الاستهلاكي الإجمالي على الأرجح سوف يظل مستقرًا على المدى المتوسط (نمو بنسبة 3.8% فقط خلال الفترة من 2017 - 2020)، فإن الدافع الرئيسي للإيرادات لدى شركات قطاع الاستهلاك سوف يتمثل في زيادة المكاسب من الحصة في السوق.
- سوف تكون الشركات العاملة في الشرائح الفرعية للاستهلاك ذات الحصة العالية غير المنظمة هي الأكثر استفادة على سبيل المثال: البقالة (نسبة 55% من الأسواق غير المنظمة وتجارة البيع بالتجزئة الإلكترونية (نسبة 65% من الأسواق غير المنظمة) وتمتلك الشرائح نسبة + 50% من الأطراف غير المنظمة. وسوف تكون شركات مثل: أسواق عبدالله العثيم - أسواق بنده - الشركة المتحدة للإلكترونيات (إكسترا) - مكتبة جرير هم المستفيدين على المدى الطويل من أي تحول في الحصة في السوق إلى الأطراف المنظمين.

فيما يلي دراسة حالة الشركة المتحدة للإلكترونيات (إكسترا) التي توضح مكاسب حصة السوق على نحو ملانم:

شكل 17: زادت إيرادات الشركة المتحدة للإلكترونيات (إكسترا) بنسبة 10% في 9 أشهر شكل 18: رغم انخفاض قدره 16% في سوق الإلكترونيات في المملكة العربية السعودية في 2017

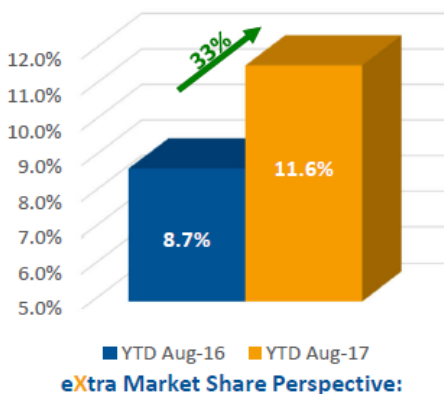


المصدر: إكسترا.



المصدر: إكسترا.

شكل 20: والدافع الرئيسي من ذلك هو مكاسب حصة السوق



المصدر: إكسترا.

شكل 19: تزداد حصة إكسترا في السوق منذ 2010



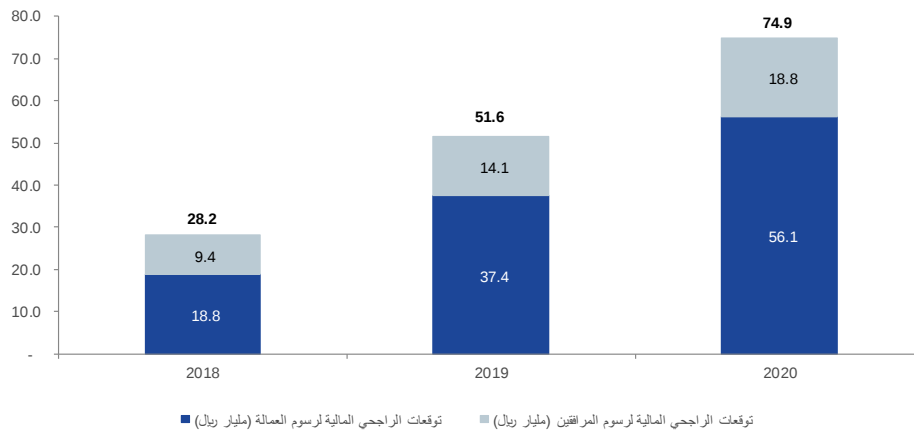
المصدر: إكسترا.

ضغوط الهوامش سيعزز توحيد القطاع

يتعين على الشركات الصغيرة أن تعادل ضغط كل من: (أ) عدم نمو الإيرادات للقطاع بأكمله (على افتراض أفضل السيناريوهات - لا يحدث تحول في حصة السوق إلى أي طرف) - (ب) ضغط الهوامش (رسوم المرافق - متطلبات برنامج نطاقات - الامتثال لضريبة القيمة المضافة - الزيادة المحتملة في الأسعار التجارية في خدمات الكهرباء والديزل والمياه في المستقبل).

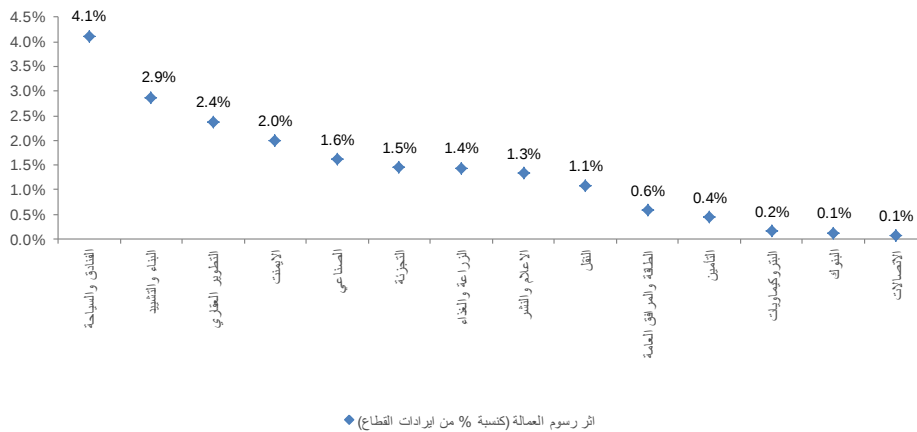
وعادة ما تعمل المؤسسات الأصغر على هامش ربح أقل مقارنةً بالمؤسسات المنظمة الأكبر. لذلك سيؤثر ضغط هامش الربح المادي الناتج عن أي تغييرات أو إصلاحات تنظيمية كثيرًا ليس فقط على إمكانية تحقيق الربح ولكن على دراسة الجدوى أيضًا. على سبيل المثال، سنوضح فيما يلي تأثير رسوم الوافدين على هيكل تكلفة المنشآت:

شكل 21: توقعات الراجحي المالية لرسوم العمالة والمرافق



المصدر: الهيئة العامة للإحصاء، وثيقة التوازن المالي، الراجحي المالية.

شكل 22: أثر رسوم العمالة حسب القطاع (كنسبة من الإيرادات)



المصدر: الهيئة العامة للإحصاء، وثيقة التوازن المالي، الراجحي المالية.

في رأينا. سوف تبدأ الأطراف الأصغر حجمًا تدريجيًا في الاختفاء كما يصبح الحصول على النقد أكثر صعوبة تدريجيًا. وبالإضافة إلى ذلك، فإن تشديد التمويل من جانب الموردين سوف يؤثر أيضًا على متطلبات رأس المال العامل ويزيد من حدة الأزمة النقدية لدى الأطراف الأصغر حجمًا.

وبوجه عام، نعتقد أن تعزيز القطاع من خلال (أ) اختفاء الأطراف الأصغر حجمًا - (ب) أنشطة الدمج والاستحواذ، سوف يفيد الأطراف المنظمين لأنه يعني نمو حجم أفضل وقوة تسعير لأصحاب الشركات الكبيرة.



الخلاصة: اتخاذ مراكز للمدى الطويل خلال الإصلاحات

إننا نعتقد بأن شركات البيع بالتجزئة المنظمة الكبيرة والشركات الاستهلاكية سوف تظهر أقوى بعد تكيفها خلال الفترة الحالية من التحول. وبفضل حجمها وامتيازها الكبير (شبكة تخزين كبيرة - مجموعة منتجات SKU ومنتجات متفوقة - قدرات توزيع متعددة القنوات - ولاء العملاء - وما إلى ذلك)، فإنها تمتلك مزايا كبيرة - على سبيل المثال: (أ) شروط أفضل للموردين - (ب) قدرة أكبر على فرض خصومات، وبالتالي اجتذاب الخطوات - (ج) تحسين القدرة على التكيف مع التوظيف وأهداف أخرى. وعلاوة على ذلك، التكيف على قوة ميزانيتها العمومية، وسوف يستمر الأطراف المنظمين في العمل على التوسع في البيئة الحالية في حين تظهر الأطراف غير المنظمة في الخلف.

نعتقد أنه يلزم على المستثمرين اتباع نهج طويل الأجل في مجال الاستهلاك داخل المملكة العربية السعودية، حيث (أ) أنهم يمرون بفترة فيها العديد من الإصلاحات، وبالتالي فإن الأرباح على المدى القريب لن تكون مماثلة لمعدل الأرباح الطبيعي - (ب) نحن في المراحل الأولى من إجراءات توحيد القطاع المتوقعة، والتي سوف تعود فوائدها الكاملة فقط على المدى المتوسط (مدة من 2 - 3 سنوات).

نتوقع حدوث تقلب في الأرباح على المدى القريب مع الشركات والمستهلكين على حد سواء عند التكيف مع الإصلاحات. وبمثل شراء المتأثر في البداية من هذه الآثار الناتجة عن هذا التقلب استراتيجية مثالية لدى المستثمرين على المدى الطويل. شراء اسهم شركات قطاع الاستهلاك مع أي تأثير قادم نتيجة التذبذب والإصلاحات ستكون فرصة للمستثمرين على المدى البعيد.

الافتراضات والمنهجية

إنفاق الأسر في عام 2017

- نشرت الهيئة العامة للإحصاء اثنتين من الدراسات الاستقصائية للأسر -إحداها في 2007 والأخرى في 2013. وقد استخدمنا هاتين الدراستين كأساس لتقدير إنفاق الأسر في 2017. يُرجى الرجوع قسم الملحق.
- في الفترة من 2013 إلى 2017، زاد الناتج المحلي الإجمالي الإسمي غير النفطي بنسبة ~21%. قمنا بتعديل نفقات الأسر للحفاظ على ثبات نفقات الأسر/نسبة الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي. بلغ تقدير نفقات الأسر في 2017 ما يقدر بـ 942 مليار ريال سعودي.

إنفاق الأسر في الفترة من 2018 إلى 2020

- ونحن نفترض أن يزيد إجمالي عدد الأسر السعودية إلى 2% في السنة على مدى الفترة من 2018 إلى 2020 ونفترض عدم وجود إضافات للأسر غير السعودية. ونفترض حدوث تضخم في الأجور بنسبة 1.5% لكل من السعوديين وغير السعوديين خلال هذه المدة.

تأثير ضريبة القيمة المضافة

- بالنسبة لتقدير رسوم ضريبة القيمة المضافة، نستبعد التعليم والرعاية الصحية والسكن والمياه والكهرباء والغاز وغير ذلك من أنواع الوقود. بالنسبة لأنواع الاستهلاك المتبقية، فإننا نطبق ضريبة قيمة مضافة بقيمة 5%، وعلى الرغم من ذلك فإننا نفترض نسبة تحصيل 75% لإدراج استثناءات أخرى.

تأثير ارتفاع أسعار الكهرباء والمياه والغاز

- **الكهرباء:** لتأثير ارتفاع سعر الكهرباء، قمنا بدراسة زيادة الأسعار في مطلع 2018 وتوقعنا استمرارها على مدى الفترة من 2018 إلى 2020 دون أي زيادة أخرى. بالنسبة للحسابات، فإننا نبني أيضًا جدول للمدخرات في استخدام المدخرات أي أننا افترضنا انخفاض استخدام الكهرباء بنسبة 10% للأسر التي تستهلك أقل من 4,000 كيلو واط في الشهر وانخفاض بنسبة 8% للأسر التي تستخدم 4,000 كيلو واط في الشهر أو أكثر.
- **المياه:** افترضنا زيادة سعر المياه في 2020. ستكون الزيادة بنسبة 33% من الفرق بين أسعار المياه في السعودية ودبي، لكل شريحة استخدام. بالنسبة للحسابات فإننا نقوم بإعداد جدول للمدخرات في استخدام المياه أي أننا نفترض انخفاض بنسبة 1-10% من الاستخدام لشرائح الاستخدام المختلفة.
- **البنزين:** قمنا بدراسة زيادة الأسعار في مطلع 2018 وتوقعنا استمرارها على مدى الفترة من 2018 إلى 2020 دون أي زيادة أخرى. بالنسبة للحسابات فإننا نقوم بإعداد جدول لتقليل الاستهلاك في البنزين أي أننا نفترض انخفاض بنسبة 2-10% من الاستخدام لشرائح الاستخدام المختلفة.

برنامج حساب المواطن والبدلات

- **برنامج حساب المواطن:** نتوقع عدم حدوث تغييرات في برنامج حساب المواطن على مدى الفترة من 2018 إلى 2019. وعلى الرغم من ذلك، افترضنا زيادة 10% في مدفوعات برنامج حساب المواطن (عبر جميع شرائح الدخل المطبقة) في 2020 لتعويض الزيادة في تعريف المياه في ذلك العام. ملاحظة: عند افتراضنا لمدفوعات حساب المواطن، استخدمنا معامل (1.35 مرة) لعكس مطابقة عدد الأسر السعودية (المصدر: الهيئة العامة للإحصاء) وعدد المستفيدين من البرنامج (المصدر: وسائل الاعلام). بعد التعديل، افترضنا لمدفوعات حساب المواطن لعام 2018 كان عند 33 مليار ريال وهو قريب من توقع الحكومة عند 32 مليار ريال.
- **البدلات:** أعلنت الحكومة عن بدل غلاء معيشة خاصة قيمتها 1,000 ريال سعودي في الشهر لمدة سنة واحدة أي 2018. ونقوم بإدراج مخصص عام 2018، وعلى الرغم من ذلك فإننا لا نعتبره جزء من حساباتنا من 2019 فصاعدًا. تتمثل مخاطر الجانب الإيجابي في أن هذه البدلات قد تستمر في السنوات القليلة القادمة. وفي تلك الحالة، فإنها ستؤثر بشكل إيجابي على تقديرات إنفاق المستهلك.



رسوم المرافقين

- تتكون الضريبة المفروضة على غير السعوديين من ضريبتين مختلفتين وهما (1) رسوم على صاحب العمل - هذه هي الضريبة التي سيتم دفعها من جانب صاحب العمل وبالتالي فإنها لن تؤثر على الدخل المسموح للوافدين الذين يحصلون على مقابل و(2) رسوم المرافقين - هذه هي الرسوم التي يدفعها غير السعوديين لمستحقي الإعالة وبالتالي فإنها تؤثر على الدخل المسموح للإنفاق.
- نفترض أن رسوم المرافقين ستؤثر على الإنفاق من جانب غير السعوديين. لاحظ أن رسوم المرافقين المفروضة على غير السعوديين ستزداد تدريجيًا بزيادة 100 ريال سعودي في الشهر من 100 ريال سعودي في الشهر لكل مستحق إعالة في 2017 إلى 400 ريال سعودي في الشهر في 2020.
- لغرض الحسابات الخاصة بنا، فإننا نتوقع أن يظل إجمالي عدد المرافقين غير السعوديين ثابتًا على مدى الفترة من 2018 إلى 2020 على مستويات 2017

أخرى

- **زيادة توظيف الاتاث السعوديات:** لإدراج مزايا إنفاق المستهلك من زيادة فرص عمل السيدات، فإننا نستعد لزيادة نسبة المشاركة الاقتصادية للسيدات السعوديات (من 17.8% في نهاية 2017 إلى 19.5% في نهاية 2020). ونحن نستعد أيضًا لانخفاض بطالة السيدات السعوديات من 32.7% في نهاية 2017 إلى 30.0% في نهاية 2020.



الملحقات

شكل 23: الإنفاق الشهري للأسر السعودية في عام 2007

المجموع	25,000+	15,000-24,999	9,000-14,999	3,000-8,999	2,000-2,999	1,500-1,999	1,000-1,499	أقل من 1,000	(ريال شهريا لكل أسرة)
2,203	3,927	3,241	2,523	1,653	771	544	404	265	الأغذية والمشروبات
34	62	39	36	30	22	9	18	3	التبغ
910	2,560	1,498	1,058	468	113	51	24	23	الأقمشة والملابس والأحذية
2,141	5,344	3,145	2,115	1,429	938	796	639	342	السكن والمياه والكهرباء والغاز ووقود أخرى
1,009	4,506	1,693	875	323	95	49	26	15	تأثيث وتجهيزات المنزل
275	1,302	471	222	78	24	12	17	4	خدمات الرعاية الصحية
1,119	4,170	2,141	1,087	392	111	45	28	9	النقل
816	1,928	1,236	939	517	212	115	49	50	الاتصالات
388	1,589	741	345	123	30	22	6	17	الترفيه والثقافة
320	1,976	686	132	23	2	-	-	-	التعليم
595	1,570	915	666	348	151	82	51	57	خدمات المطاعم والفنادق
3,441	25,469	3,271	1,589	492	69	41	20	14	السلع والخدمات الشخصية المتنوعة
13,251	54,403	19,077	11,587	5,876	2,538	1,766	1,282	799	المجموع

المصدر: الهيئة العامة للإحصاء.

شكل 24: الإنفاق الشهري للأسر السعودية في عام 2013

المجموع	25,000+	15,000-24,999	9,000-14,999	3,000-8,999	2,000-2,999	1,500-1,999	1,000-1,499	أقل من 1,000	(ريال شهريا لكل أسرة)
2,594	4,318	3,733	2,820	1,694	632	495	439	305	الأغذية والمشروبات
37	50	40	43	30	23	4	-	42	التبغ
889	2,408	1,448	810	341	69	76	26	-	الأقمشة والملابس والأحذية
3,183	6,206	4,349	3,300	1,956	1,176	874	582	332	السكن والمياه والكهرباء والغاز ووقود أخرى
1,213	5,366	1,551	703	248	49	20	22	18	تأثيث وتجهيزات المنزل
266	1,253	319	134	49	28	16	26	-	خدمات الرعاية الصحية
1,515	7,152	1,752	746	322	86	17	21	-	النقل
919	2,082	1,299	863	529	190	126	51	13	الاتصالات
444	2,074	627	205	67	12	5	3	26	الترفيه والثقافة
341	2,131	250	87	20	-	-	-	-	التعليم
715	1,873	1,009	641	350	197	106	24	4	خدمات المطاعم والفنادق
3,251	18,426	2,411	1,275	487	79	38	22	38	السلع والخدمات الشخصية المتنوعة
15,367	53,338	18,787	11,625	6,095	2,542	1,777	1,215	779	المجموع

المصدر: الهيئة العامة للإحصاء.

شكل 25: جميع الإنفاق الشهري للأسر في عام 2007

المجموع	25,000+	15,000-24,999	9,000-14,999	3,000-8,999	2,000-2,999	1,500-1,999	1,000-1,499	أقل من 1,000	(ريال شهريا لكل أسرة)
1,785	3,904	3,224	2,483	1,532	737	516	381	247	الأغذية والمشروبات
39	62	42	40	39	36	28	26	14	التبغ
689	2,545	1,489	1,034	419	100	57	32	17	الأقمشة والملابس والأحذية
1,748	5,337	3,131	2,087	1,359	827	610	453	268	السكن والمياه والكهرباء والغاز ووقود أخرى
746	4,454	1,688	859	289	76	43	29	13	تأثيث وتجهيزات المنزل
211	1,287	475	230	82	26	17	13	4	خدمات الرعاية الصحية
856	4,199	2,129	1,096	379	119	57	30	11	النقل
665	1,917	1,232	929	505	231	166	111	69	الاتصالات
296	1,576	745	363	119	28	15	9	5	الترفيه والثقافة
246	2,046	702	163	30	5	1	-	-	التعليم
485	1,558	925	659	341	173	120	106	58	خدمات المطاعم والفنادق
2,514	25,103	3,280	1,613	503	139	121	65	22	السلع والخدمات الشخصية المتنوعة
10,280	53,988	19,062	11,556	5,597	2,497	1,751	1,255	728	المجموع

المصدر: الهيئة العامة للإحصاء.



شكل 26: جميع الإنفاق الشهري للأسر في عام 2013

المجموع	25,000+	15,000- 24,999	9,000- 14,999	3,000- 8,999	2,000- 2,999	1,500- 1,999	1,000- 1,499	أقل من 1,000	(ريال شهريا لكل أسرة)
2,065	4,236	3,637	2,725	1,558	625	434	359	301	الأغذية والمشروبات
54	61	54	58	54	57	33	42	19	التبغ
649	2,373	1,416	794	299	67	43	25	9	الأقمشة والملابس والأحذية
2,439	5,875	4,109	3,067	1,716	997	781	553	309	السكن والمياه والكهرباء والغاز ووقود أخرى
844	5,226	1,573	686	215	51	27	23	13	تأثيث وتجهيزات المنزل
201	1,262	363	152	53	17	7	7	3	خدمات الرعاية الصحية
1,054	6,793	1,805	776	289	78	37	19	10	النقل
726	2,041	1,295	867	487	202	131	92	66	الاتصالات
320	2,055	696	219	64	7	3	1	2	الترفيه والثقافة
289	2,421	388	154	33	1				التعليم
613	2,174	1,020	660	361	235	173	88	41	خدمات المطاعم والفنادق
2,268	17,619	2,464	1,392	526	194	90	44	30	السلع والخدمات الشخصية المتنوعة
11,522	52,137	18,820	11,550	5,656	2,532	1,759	1,253	804	المجموع

المصدر: الهيئة العامة للإحصاء.

الإخلاء من المسؤولية والإفصاح عن معلومات إضافية لأغراض أبحاث الأسهم

إخلاء 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 والإفصاح عليها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة 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 (صريحة أو ضمنية) بشأن البيانات والمعلومات المقدمة كما أنها لا تقر بأن المعلومات التي تتضمنها هذه الوثيقة هي معلومات كاملة أو خالية من أي خطأ أو غير مضللة أو أنها تصلح لأي غرض محدد. فوثيقة البحث هذه إنما تقدم معلومات عامة فقط. كما أنه لا المعلومات ولا أي رأي وارد في هذه الوثيقة يشكل 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 تفهم 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 وبأن 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 المئالي 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 المسؤولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محلي البحوث) مصلحة مالية في الأوراق المالية للجهة أو الجهات المصدرة لتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات ذات العلاقة، بما في ذلك المراكز طويلة أو قصيرة الأجل في الأوراق المالية، وخيارات شراء الأسهم أو العقود الآجلة أو الخيارات الأخرى أو المشتقات، أو غيرها من الأدوات المالية. كما يجوز لشركة الراجحي المالية أو الشركات التابعة لها أن تقوم من وقت لآخر 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 أي معدة للتوزيع أو لاستخدامها 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 الصعدي المطلق أو الانخفاض المحتمل لجميع الأسهم في إطار تغطيتها باستثناء أسهم الشركات المالية وعدد قليل من الشركات الأخرى غير الملتزمة بأحكام الشريعة الإسلامية:

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

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

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

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

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

للاتصال

مازن السديري

مدير إدارة الأبحاث

هاتف: +966 11 211 9449

بريد الكتروني: alsudairim@alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية

إدارة البحوث

طريق الملك فهد، المكتب الرئيسي

ص ب 5561 الرياض 11432

المملكة العربية السعودية

بريد الكتروني:

research@alrajhi-capital.com

www.alrajhi-capital.com

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