

Research Department

ARC Research Team

Tel +966 11 211 9449, research@alrajhi-capital.com

مواضيع رئيسية

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

ميزانية المملكة العربية السعودية للربع الثالث 2017 المستهدف المالي للميزانية تحقق من خلال خفض الانفاق

في تحديثها الربعي حول الموقف المالي، أعلنت حكومة المملكة العربية السعودية عن عجز مالي بلغ 48.7 مليار ريال للربع الثالث، وكان مماثلاً للعجز الذي بلغ 46.5 مليار ريال الذي تم الاعلان عنه للربع الثاني. إن العجز المالي للتسعة أشهر الأولى من 2017 الذي بلغ 121.5 مليار ريال، يظل أفضل مما كانت قد قدرته حكومة المملكة قبل بداية العام على أساس تناسبي. وحسب معدل الأداء الحالي، فإننا نعتقد أن العجز المالي من المحتمل أن يكون أقل من تقديرات الحكومة (198 مليار ريال) التي بلغت 8.2% من الناتج المحلي الاجمالي وأقل من العجز الذي يبلغ 9.3% من الناتج المحلي حسب تقديرات صندوق النقد الدولي. عموماً، فقد تم تحقيق ذلك فقط نتيجة لحجم الانفاق الذي كان أقل من التوقعات نظراً لأن الإيرادات، على أساس تناسبي، كانت أقل مما تم تقديره في البداية. وكان القطاع الذي شهد أكبر مستوى من انخفاض الانفاق هو قطاع البنية الأساسية والنقل ويتضح ذلك من أداء قطاع الإسمنت للعام حتى تاريخه. وبلغت الإيرادات النفطية للربع الثالث 94.3 مليار ريال، أي أدنى من الإيرادات النفطية للربع الثاني رغم أن متوسط سعر النفط كان مماثلاً للربع، ويعزى ذلك جزئياً إلى الصادرات المنخفضة وجزئياً إلى حسمات الأسعار الممنوحة للعملاء أو حصة توزيع أرباح أقل من أرامكو، في رأينا. رغم أن الإيرادات غير النفطية للربع الثالث قد انخفضت بشكل طفيف من المستهدف التناسبي الربعي، فقد كانت أعلى بنسبة 80% على أساس سنوي ويعزى ذلك أساساً إلى الدعم الذي وجدته مؤخرًا من الضرائب والرسوم والإيرادات من مؤسسة النقد العربي السعودي ومن صندوق الاستثمارات العامة. الخ. وإجمالاً، وبينما كنا قد توقعنا في وقت سابق أن ترتفع المصروفات الرأسمالية في النصف الثاني من 2017، فإننا نعتقد الآن أن الانفاق الرأسمالي سوف يظل منخفضاً بما يتراوح بين 3-9% عن مستواه لعام 2016. وكانت الحكومة قد اقترضت مبلغ 139.3 مليار ريال في التسعة أشهر المنصرمة من 2017، أي بأكثر من مبلغ العجز (ومن المحتمل أن يكون ذلك قد ساعد في زيادة الودائع الحكومية لدى البنوك)، مما يشير ضمناً إلى أن حدوث مزيد من السحوبات من الاحتياطيات، ربما لا تكون بمستوى كبير في المستقبل القريب.

الإيرادات والمصروفات: بلغت الإيرادات الحكومية للربع الثالث، 142.1 مليار ريال، منها 94.3 مليار ريال تحققت من الإيرادات النفطية (66%). وبالنسبة للتسعة أشهر الأولى من عام 2017، تعتبر الإيرادات أقل بنسبة 13% من المستهدف الذي حددته الحكومة في البداية، في رأينا. ونشير هنا إلى أن متوسط سعر النفط (الأسعار الفورية لخام غرب تكساس) للربع الثالث 2017، بلغ 48.2 دولار للبرميل و 49.4 دولار للبرميل في التسعة أشهر الأولى من 2017. ويعتبر متوسط سعر النفط في التسعة أشهر الأولى من 2017، أقل بنسبة 10.3% من تقديراتنا المعدلة التي بلغت 55.1 دولار لسعر النفط المستخدمة لتقدير الإيرادات النفطية الحكومية المستهدفة (480 مليار ريال) في 2017. ووفقاً لتقديراتنا، ونظراً لانخفاض الإيرادات النفطية في التسعة أشهر الأولى من 2017 (الإيرادات الفعلية 307 مليار ريال، مقابل المستهدف الذي بلغ 360 مليار ريال)، فإن متوسط سعر النفط (غرب تكساس) المطلوب تحقيقه في الربع الرابع 2017، هو رقم غير واقعي يبلغ 78.1 دولاراً للبرميل، لسد العجز في الإيرادات النفطية.

شكل 1 ملخص الوضع المالي في الربع الثالث 2017

متوقع في 2017، بناء على				
25% من المستهدف السنوي				
مقارنة بالربع الثاني 2017 %	الربع الثاني 2017 فعلي	مقارنة بالمستهدف %	الربع الثالث 2017 فعلي	(مليار ريال)
-13.3%	163.9	-5%	173.0	142.1
-6.6%	101.0	-16%	120.0	94.3
-24.0%	62.9	19%	53.0	47.8
-9.2%	210.4	-5%	222.5	191
4.8%	46.50		49.5	48.73

المصدر: وزارة المالية، الراجحي المالية. يرجى ملاحظة أننا توصلنا إلى المستهدفات عن طريق تقسيم المستهدفات السنوية المعلنة من قبل الحكومة على الأرباح السنوية. مع ذلك، نعتقد أن ذلك ليس دقيقاً بشكل كامل لأن الإيرادات والمصروفات قد لا تكون موحدة على أرباح السنة.

وإذا افترضنا معدل الانفاق الحالي لهذا العام حتى تاريخه، فإن الانفاق الحكومي سوف يصل إلى حوالي 85% من حجم إنفاقها المستهدف. ومع الأخذ في الاعتبار أن أسعار النفط قد ارتفعت ارتفعاً طفيفاً في الربع الرابع، فإن الانفاق يمكن أن يرتفع بشكل طفيف أيضاً في الربع الرابع ولكن سيظل أقل من بنسبة تتراوح بين 10-15% (انخفاض) من الرقم المستهدف في الميزانية وهو 890 مليار ريال.

المتوسط للربع حتى تاريخه لسعر خام غرب تكساس يبلغ 53.4 دولار للبرميل ، وباقتراض حجم صادرات نفطية مماثل للربع الثالث في الربع الأخير ، فمن المحتمل أن تبلغ الإيرادات النفطية 425 مليار ريال ، أي أقل بنسبة 11% من المستهدف في الميزانية السنوية. وفي رأينا ، فإن أي عجز في الإيرادات سوف يتم التعويض عنه بأكثر مما هو مطلوب عن طريق خفض المصروفات، وعليه فإننا على يقين تام بأن الحكومة سوف تتمكن من الوفاء بميزانيتها المستهدفة في 2017

شكل 2 ملخص الوضع المالي في ال 9 أشهر الأولى من 2017

(مليار ريال)	المحقق في ال 9 أشهر الأولى من 2017	بناء على 75% من المستهدف السنوي	مقارنة بالمستهدف	المحقق في ال 9 أشهر الأولى من 2016	التغير على أساس سنوي %
الإيرادات	450.1	519.0	-13%	366.1	22.9%
النفطية	307.3	360.0	-15%	231.9	32.5%
غير النفطية	142.8	159.0	-10%	134.2	6.4%
المصروفات	571.6	667.5	-14%	569.2	0.4%
العجز	121.4	148.5	-40.2%	203.1	

المصدر: وزارة المالية، الراجحي المالية. يرجى ملاحظة أننا توصلنا إلى المستهدفات عن طريق تقسيم المستهدفات السنوية المعلنة من قبل الحكومة على الأرباح السنوية. مع ذلك، نعتقد أن ذلك ليس دقيقاً بشكل كامل لأن الإيرادات والمصروفات قد لا تكون موحدة على أرباح السنة.

شكل 3 تفاصيل الإيرادات

(مليار ريال)	9M 2017	9M 2016	على أساس سنوي %
الإيرادات النفطية	307.3	231.9	33%
الضرائب على الدخل والإرباح والمكاسب الرأسمالية (منها ضريبة الدخل على الشركات والمنشآت الأجنبية)	10.0	10.5	-5%
الضرائب على السلع والخدمات (منها رسوم المنتجات النفطية وضريبة المنتج الضارة)	25.5	18.9	35%
ضرائب على التجارة والمعاملات (رسوم جمركية)	15.6	17.3	-10%
ضرائب أخرى (منها الزكاة)	13.9	14.8	-6%
الإيرادات الأخرى (منها العوائد المتحققة من مؤسسة النقد وصندوق الاستثمارات العامة)	77.8	72.6	7%
اجمالي الإيرادات الغير نفطية	142.8	134.2	6%
اجمالي الإيرادات	450.1	366.1	23%

المصدر: وزارة المالية، الراجحي المالية.

شكل 4 تفاصيل المصروفات

(مليار ريال)	9M 2017	9M 2016	على أساس سنوي %
تعويضات العاملين	303.5	300.0	1%
السلع والخدمات	64.6	86.1	-25%
نفقات التمويل	5.4	2.3	138%
الإعانات	2.9	5.1	-43%
المنح	2.4	1.6	47%
المنافع الاجتماعية	30.7	24.9	23%
مصروفات أخرى	64.8	52.1	24%
الأصول غير المالية (رأسمالي)	97.3	97.2	0%
الاجمالي	571.6	569.2	0%

المصدر: وزارة المالية، الراجحي المالية.

شكل 5 المصروفات المعتمدة لكل قطاع

(مليار ريال)	المصروفات في ال 9 أشهر الأولى من 2017	الميزانية المعتمدة (2017)	نسبة المصروفات من إجمالي المعتمد (%)
الإدارة العامة	18.6	26.7	69.5%
العسكري	138.0	190.9	72.3%
الأمن والمناطق الإدارية	67.7	96.7	70.1%
الخدمات البلدية	30.2	47.9	62.9%
التعليم	140.4	200.3	70.1%
الصحة والتنمية الاجتماعية	82.6	120.4	68.6%
الموارد الاقتصادية	24.1	47.3	50.9%
التجهيزات الأساسية والنقل	17.9	52.2	34.2%
البنود العامة	52.2	107.6	48.5%
الاجمالي	571.6	890.0	64.2%

المصدر: وزارة المالية، الراجحي المالية.

وضع الاقتراض: بلغ الدين الحكومي 375.7 مليار ريال كما في نهاية الربع الثالث 2017 (المصدر : وزارة المالية) مرتفعاً من 316.6 مليار ريال كما في نهاية 2016. وتم في هذا العام حتى تاريخه، اقتراض مبلغ 37 مليار ريال محلياً بينما تم اقتراض مبلغ 33.7 مليار ريال من الخارج. إننا نعتقد أن البنوك المحلية لديها السيولة الكافية لمقابلة إصدارات السندات الحكومية بدون الإخلال بسعر السابوير (سعر الاقتراض بين البنوك السعودية) بدرجة كبيرة. وتبلغ نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي في الوقت الراهن، 14.5% تقريباً (تقدير صندوق النقد الدولي للناتج المحلي الإجمالي: 2595 مليار ريال)، ومن المحتمل أن يبلغ سقفه الأعلى 30% بحلول 2020. وبالمقارنة بالاقتصاديات الأخرى القائمة على السلع ، فإننا نلاحظ أن مستويات الدين في المملكة العربية السعودية ، لا تزال جيدة جداً.

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، كليا أو جزئيا، أو بأي شكل أو طريقة، دون موافقة كتابية صريحة من شركة الراجحي المالية. إن استلام هذه الوثيقة والإطلاع عليها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح للآخرين عما تتضمنه من محتويات 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 عرضا أو دعوة لتقديم عرض لشراء أو بيع أي أوراق مالية أو غيرهما 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 ملائمة 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 وبأن سعر أو قيمة تلك الأوراق المالية والاستثمارات يكون عرضة للارتفاع أو الانخفاض. كما أن التقلبات في أسعار الصرف قد يكون لها آثار سلبية على قيمة أو ثمن، أو الدخل المتأتي من استثمارات معينة. وبناء عليه، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على عائد يكون أقل من مبلغ رأسمالهم المستثمر أساسا. ويجوز أن يكون لشركة الراجحي المالية أو المسولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك مخططي 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 والعقد 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 بداء الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الخدمات أو السعي لتأمين الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الأعمال من أي شركة من الشركات المذكورة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. وشركة الراجحي المالية، بما في ذلك الشركات التابعة لها وموظفيها، لا تكون مسئولة عن أي أضرار مباشرة أو غير مباشرة أو أي خسارة أو أضرار أخرى قد تنشأ، بصورة مباشرة أو غير مباشرة، من أي استخدام للمعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث.

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

شرح نظام التصنيف في شركة الراجحي المالية

تستخدم شركة الراجحي المالية نظام تصنيف مكون من ثلاث طبقات على أساس الاتجاه الصعودي المطلق أو الانخفاض المحتمل لجميع الأسهم في إطار تغطيتها باستثناء أسهم الشركات المالية وعدد قليل من الشركات الأخرى غير الملتزمة بالكم 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: نتوقع 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 مطبقا للقيمة العادلة المقدرة للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة ممثلا لهذا السعر. وقد تكون هناك أسباب تبرر بشكل جيد عدم احتمال أن يصل سعر سهم من الأسهم إلى القيمة العادلة المحددة ضمن أفقنا الزمني. وفي مثل هذه الحالة، نقوم بتحديد سعر مستهدف يختلف عن القيمة العادلة المقدرة لذلك السهم، ونشرح الأسباب التي دفعتنا للقيام بذلك.

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

للاتصال

مازن السديري

مدير إدارة الأبحاث

هاتف: +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