

حالة الطلب مقلقة

1 أكتوبر، 2015

يواجه قطاع صناعة الإسمنت في المملكة تحديات نتيجة توقعات انخفاض الطلب الناتجة عن الارتفاع القياسي في المخزون ليصل إلى 22.5 مليون طن، حيث شكل هذا الارتفاع نسبة 13% مقارنة بالربع السابق و10% مقارنة بنفس الفترة من العام الماضي. وعلى الرغم من التباطؤ في الربع الثالث نتيجة للتأثير الموسمي على القطاع، إلا أننا لا نرى أي مؤشرات على تعافي الطلب وذلك نتيجة الارتفاع في المخزون. وبالتالي نتوقع استمرار الضغط على الأسعار على المدى المتوسط، الأمر الذي يقلص هوامش الربحية التي تتمتع بها الشركات المنتجة في القطاع. وفي رأينا، قد يتعرض القطاع لمزيد من الضغط في حال قلصت الحكومة الإنفاق الرأسمالي من خلال تقليص الإنفاق على المشاريع الأمر الذي يدعو للقلق حيال حالة الطلب الكلي. ونتوقع ظهور أثر هذا التقليص خلال النصف الثاني من عام 2015م، وتشير تقديراتنا بارتفاع نسبة التسليمات في الربع الثالث 5% مقارنة بنفس الفترة من العام الماضي لتصل إلى 11.8 مليون طن، في حين ارتفاع الإنتاج بنسبة 8% مقارنة بنفس الفترة من العام الماضي ليصل إلى 40.8 مليون طن. تشير توقعاتنا إلى محدودية قدرة المنتجين على بيع فائض المخزون على الرغم من التخفيض الكبير في أسعار بيع الإسمنت للمقاولين، الأمر الذي يدل على اختلال معادلة الطلب والسعر، باستثناء عدد محدود من كبار المنتجين، لازالت الغالبية غير قادرة على الخروج من هذه الحالة والتي جاءت في أعقاب أزمة تصحيح أوضاع العمالة عام 2013م والتي عانى منها المقاولين، وأدت إلى تزايد في المخزون وبالتالي الضغط على هوامش الربحية.

تجدر الإشارة إلى أن التوجه بتقليص النفقات الحكومية نتيجة لانخفاض أسعار النفط قد يزيد القلق وتأخر فرص انتعاش القطاع. وقد ألمحت الحكومة إلى خفض الإنفاق من خلال تأخير وإعادة ترتيب أولويات بعض المشاريع الرئيسية والتي تشمل مشروع مترو الرياض بتكلفة 22 مليار دولار أمريكي. وفي مثل هذا السيناريو، من المتوقع أن ينمو قطاع الإسمنت نمواً طفيفاً على عكس معدلات النمو السابقة للقطاع. الأولوية الرئيسية لدعم القطاع وحل مشكلة المخزون المتزايد برفع الحظر عن تصدير الإسمنت وهذا الحل يعد أحد الحلول التي ستساعد القطاع على تخطي الوضع الحالي. على الرغم من المخاوف، تستمر حكومة المملكة العربية السعودية في عزمها على التنويع الاقتصادي، وبالتالي من المرجح أن يستمر الإنفاق الحكومي الرأسمالي على المدى الطويل. اعتقادنا في حالة تخطي المملكة أزمة انخفاض أسعار النفط، ومخاطر الحاصلة على الشريط الحدودي، ستواصل مسيرة الإنفاق. نحن نتربط عام 2016م لرؤية أي تحول يساهم في رفع معدلات النمو في قطاع الإسمنت.

نمو معقول لمستوى الإنتاج بنسبة 9%

كما كان متوقع حصول التحسن في مستويات الإنتاج على الرغم من أثر اجازة عيد الاضحى المبارك و الاثر الجزئي من شهر رمضان المبارك لوقوعه بين الربعين الثاني والثالث من العام الحالي. ولكن ارتفاع معدلات الاستغلال الأمثل منذ العام الماضي أدى إلى ارتفاع الرفع المالي التشغيلي مما ساعد على تقليل مصاريفها النقدية. نتوقع أن ترتفع معدلات الإنتاج بنسبة 9.2% مقارنة بنفس الفترة من العام الماضي لتصل إلى 12.4 مليون طن في الربع الثالث من عام 2015م، ومنخفضة بواقع 25% مقارنة بالربع السابق، وذلك بسبب الحركة الموسمية. ومن المتوقع أن يشهد إنتاج الإسمنت لشهر سبتمبر انخفاضاً بنسبة 8% مقارنة بالشهر الماضي نتيجة لموسم الحج، ورغم أن كميات الإنتاج شهدت ارتفاعاً في شهر يوليو بنسبة 60% مقارنة بالربع السابق، في حين أن تأثير رمضان، والذي وقع في يونيو، سبب انخفاضاً بنسبة 38% مقارنة بالربع السابق.

جدول 1: الطاقة الإنتاجية لشركات الإسمنت والإنتاج

الشركة	الاجتاج (الف طن)						الطاقة الإنتاجية
	الاجتاج			الاسمنت			
	أغسطس-2015	يوليو-2015	يونيو-2015	أغسطس-2015	يوليو-2015	يونيو-2015	
اسمنت إيمامة	479	521	553	488	329	453	6,300
اسمنت السعودية	695	594	490	586	437	626	11,500
اسمنت الشرقية	251	307	308	224	176	228	3,500
اسمنت القصيم	324	325	307	358	230	390	4,000
اسمنت ينبع	420	659	620	545	312	542	6,300
اسمنت العربية	326	333	337	418	259	413	3,500
اسمنت الجنوبية	567	718	627	667	454	656	6,000
اسمنت تبوك	125	57	122	85	56	100	1,700
اسمنت الرياض	290	-	285	280	-	285	3,600
اسمنت نجران	340	340	335	348	232	344	3,200
اسمنت المدينة	283	292	274	224	126	211	1,750
اسمنت الشمالية	245	270	276	200	122	188	2,000
اسمنت الجوف	136	137	140	131	79	141	2,000
اسمنت الصفوة	86	101	106	110	103	156	
اسمنت حائل	162	185	160	162	93	143	1,700
الإجمالي	4,729	4,839	4,940	4,826	3,008	4,876	57,050

المصدر: اسمنت إيمامة

مخزونات قياسية للقطاع

سجلت مخزونات القطاع نمواً بنسبة 11% مقارنة بنفس الفترة من العام الماضي لتصل إلى 22.5 مليون طن لتحقيق بذلك مستوى جديد مرتفع ما يعادل 40% من الطاقة الإنتاجية الحالية للقطاع. بشكل عام، جاءت نسب ارتفاع مستوى مخزون الشركات المدرجة تحت تغطيتنا أقل من نسبة ارتفاع مستويات مخزون القطاع ماعدا نسب شركتي ينبع والجنوبية حيث جاءت مرتفعة. خلال الشهرين الماضيين شهدت شركتي أسمنت القصيم ونبع ارتفاعاً في المخزون بنسبة 20%، بينما نمت مستويات المخزون الأخرى بنسبة 11% بداية من الربع الثاني لعام 2015. منذ الربع الثاني من عام 2015، نما مستوى مخزون القطاع بنسبة 13%. لاحظنا أن منتجي الإسمنت الذين يعملون خارج المنطقتين الغربية والوسطى شهدوا وفرة في معروض المخزون ما يعادل 90% من طاقتهم الإنتاجية خلال 8 أشهر الماضية. هذا يعني أن ما تم بيعه من المنتجين يعتبر من مخزونات عام 2014 وما تم إنتاجه في عام 2015 يرحل إلى المخزون، ليوضح القلق الكبير الحاصل على وفرة المعروض.

جدول 2: مستويات المخزون (الف طن)

الشركة	المخزون					
	الإسمنت			الكلتكر		
	يونيو-2015	يوليو-2015	أغسطس-2015	يونيو-2015	يوليو-2015	أغسطس-2015
اسمنت اليمامة	88	108	88	3,010	3,261	3,299
اسمنت السعودية	232	228	223	3,225	3,413	3,564
اسمنت الشرقية	28	37	42	1,114	1,255	1,293
اسمنت القصيم	106	109	102	816	949	973
اسمنت ينبع	108	93	91	2,849	3,237	3,174
اسمنت العربية	54	61	42	344	547	630
اسمنت الجنوبية	83	103	83	1,101	1,323	1,318
اسمنت تبوك	56	57	56	589	607	674
اسمنت الرياض	74	74	68	1,602	1,602	1,775
أسمنت نجران	58	75	77	2,596	2,724	2,738
اسمنت المدينة	49	50	53	479	649	718
اسمنت الشمالية	55	55	53	926	985	906
اسمنت الجوف	35	30	34	569	629	639
اسمنت الصفوة	24	35	33	29	39	42
اسمنت حائل	32	29	32	665	765	778
الإجمالي	1,082	1,144	1,077	19,914	21,985	22,521

المصدر: اسمنت اليمامة

أحجام مبيعات القطاع تلامس 11.8 مليون طن

من المتوقع ان تصل احجام مبيعات القطاع إلى 11.8 مليون طن في الربع الثالث من عام 2015، بنسبة نمو قدرها 5% مقارنة بنفس الفترة من العام الماضي مع العلم انها سجلت خلال أول شهرين من الربع الثالث الحالي 7.8 مليون طن. نعتقد أن اثر شهر رمضان المبارك توزع بين شهرين يونيو و يوليو بينما أثر اجازة الحج وقع في اخر اسبوع من شهر سبتمبر، احجام المبيعات المتوقعة لشهر سبتمبر 4.1 مليون طن كنتيجة لتقليل الانشطة الاقتصادية.

جدول 3: المبيعات والاستيراد لشركات الاسمنت السعودية (الف طن)

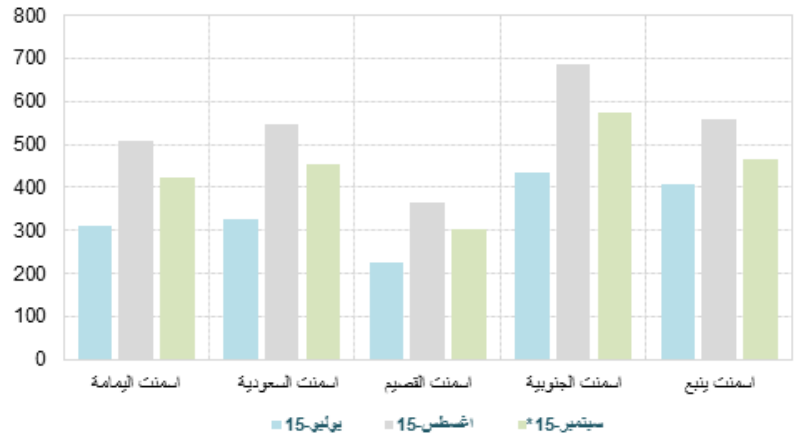
الشركة	المبيعات المحلية			الاستيراد		
	يونيو-2015	يوليو-2015	أغسطس-2015	يونيو-2015	يوليو-2015	أغسطس-2015
اسمنت اليمامة	457	309	508	-	-	-
اسمنت السعودية	567	408	558	-	-	-
اسمنت الشرقية	227	160	209	-	-	-
اسمنت القصيم	344	227	365	-	-	-
اسمنت ينبع	527	327	547	-	-	-
اسمنت العربية	412	252	437	127	102	131
اسمنت الجنوبية	644	434	687	-	-	-
اسمنت تبوك	100	55	86	-	-	-
اسمنت الرياض	251	-	278	-	-	-
اسمنت نجران	346	215	346	-	-	-
اسمنت المدينة	194	125	221	-	-	-
اسمنت الشمالية	180	122	202	-	-	-
اسمنت الجوف	132	84	127	-	-	-
اسمنت الصفوة	154	92	112	-	-	10
اسمنت حائل	142	96	159	-	-	-
الإجمالي	4,677	2,906	4,842	127	102	141

المصدر: اسمنت اليمامة

نمو أحجام المبيعات للشركات المدرجة تحت تغطيتنا بنسبة 7% مقارنة بنفس الفترة من العام الماضي

بشكل عام، تشير تقديراتنا إلى نمو أحجام المبيعات للشركات التي نقوم بتغطيتها بنسبة 7% مقارنة بنفس الفترة من العام الماضي لتصل إلى 6.6 مليون طن. وتشير تقديراتنا أيضاً إلى أن شركتي أسمنت ينبع والقصيم ستسجل أحجام مبيعات أعلى من المتوقع من خلال مبيعات شهر سبتمبر بعد أن استطاعوا تخفيض مستويات المخزون من خلال تقديم أسعار تنافسية.

شكل رقم 1: مبيعات يوليو- أغسطس- سبتمبر 2015 (الف طن)



المصدر: اسمنت اليمامة، تقارير الرياض المالية
* متوقعة

من المتوقع ان تشهد الإيرادات انخفاض بسيط و هبوط في صافي الدخل

تشير تقديراتنا إلى انخفاض إجمالي إيرادات شركات الإسمنت التي نقوم بتغطيتها بنسبة 1% مقارنة بالفترة المماثلة من العام الماضي بسبب الانخفاض الحاصل في أسعار البيع وأحجام المبيعات بنسبة 1%. بشكل عام، من المتوقع أن يشهد أغلب المنتجين في القطاع انخفاضاً في الإيرادات بسبب الضغط الحاصل على أسعار البيع. تشير تقديراتنا إلى انخفاض في أسعار البيع الإجمالي بنسبة 7% مقارنة بنفس الفترة من العام الماضي، وبنسبة 2% مقارنة بالربع السابق. وعلى الرغم من ذلك، فإننا نتوقع انخفاضاً أكبر بسبب زيادة هذه الخصومات السعرية للمصروفات النقدية مما يضغط على الهوامش. من الممكن أن تعلن شركة أسمنت القصيم عن مصاريف نقدية أعلى كنتيجة للمصاريف المرتبطة بالنقل إلى مواقع العملاء.

جدول رقم 4: تقديرات الربع الثالث من عام 2015 (مليون ريال، باستثناء ربحية السهم)

الشركة	الإيرادات		التغير السنوي	الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك		التغير السنوي	الدخل الصافي		التغير السنوي	ربحية السهم
	الربع الثالث 2014	الربع الثالث 2015*		الربع الثالث 2014	الربع الثالث 2015*		الربع الثالث 2014	الربع الثالث 2015*		
اسمنت اليمامة	277	272	-2%	177	187	5%	144	137	-5%	0.71
اسمنت ينبع	296	304	3%	210	225	6%	173	163	-7%	1.10
اسمنت القصيم	190	200	5%	138	131	-5%	124	109	-11%	1.38
اسمنت الجنوبية	378	400	6%	220	216	-2%	208	285	37%	1.49
اسمنت السعودية	426	375	-12%	240	288	20%	187	232	23%	1.22
المجموع	1,566	1,551	-1%	985	1,047	7%	836	926	11%	-10%

المصدر: الرياض المالية، تقارير الشركات
* متوقعة

من المتوقع أن ينخفض الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك للشركات المدرجة تحت تغطيتنا بنسبة 6% ليصل إلى 985 مليون ريال بعد استمرار ضغط الهوامش بواسطة الخصومات العالية في أسعار البيع. ما زال منتجي الإسمنت يقدمون نسب خصومات متفاوتة ما بين 10-15% مما ينتج عنه انخفاض في هامش صافي الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك وبشكل أقل على الإيرادات. تشير تقديراتنا إلى انخفاض صافي الدخل بنسبة 10% في الربع الثالث من عام 2015 ليصل إلى 836 مليون ريال بضغط من المخزون الهائل لإسمنت السعودية وتأثيره على الهوامش. الانخفاض الحاصل لإسمنت الجنوبية بنسبة 27% مقارنة بنفس الفترة من العام الماضي جاء بسبب الدخل الغير متكرر في الربع الثالث من العام 2014، بينما صافي الدخل الطبيعي المتوقع للربع الثالث لهذا العام يكون عند 208 مليون ريال.

ضعف الهوامش نتيجة انخفاض اسعار البيع

نتوقع للشركات المدرجة تحت تغطيتنا أن تشهد ضغطاً على الهوامش بسبب تكاليف بناء طاقات إنتاجية جديدة مما يقوده إلى رفع مالي تشغيلي أقل على المدى المتوسط. ونتيجة لذلك، نتوقع لهوامش الدخل الإجمالية أن تتراجع بمقدار 300 نقطة أساس لتصل إلى 55% خلال الربع الثالث من العام الحالي. كما تشير تقديراتنا إلى أن يكون هامش الدخل الإجمالي لشركة اسمنت القصيم الأعلى مقارنة بشركات القطاع تحت التغطية بسبب انخفاض مصاريفها النقدية، في حين أنه من المتوقع أن تسجل شركة اسمنت السعودية أدنى مستوى لهامش الدخل الإجمالي بسبب الضغط الحاصل على الأسعار نتيجة استنزاف المخزون. وكننتيجة لذلك، فإن من المتوقع أن ينخفض هامش صافي الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة والإهلاك والاستهلاك بسبب الأثر الموسمي لتوقف العمل بسبب الإجازات. من المتوقع أن ينخفض هامش صافي الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة والإهلاك والاستهلاك للقطاع إلى 64% للربع الثالث من العام الحالي. نتوقع أيضاً أن يكون هناك أثر من هبوط السوق بنسبة 18% منذ الشهر الأول للربع الثالث حتى تاريخ إعداد التقرير على انخفاض عائد التوزيعات النقدية من استثمارات بعض الشركات في محافظ أسهم استثمارية. ونتيجة لذلك، من المتوقع أن تشهد انخفاض في صافي الهوامش للشركات الموجودة تحت تغطيتنا لتصل إلى 55% على الرغم من عدم الاخذ بأثر الدخل الغير متكرر.

جدول رقم 5: تقديرات هوامش الربحية للربع الثالث من عام 2015

الشركة	الدخل الإجمالي		الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة والإهلاك والاستهلاك		الدخل الصافي	
	الربع الثاني 2015 *	الربع الثاني 2014	الربع الثاني 2015 *	الربع الثاني 2014	الربع الثاني 2015 *	الربع الثاني 2014
اسمنت اليمامة	54%	54%	65%	67%	53%	49%
اسمنت ينبع	55%	61%	69%	76%	57%	55%
اسمنت القصيم	62%	62%	69%	69%	62%	57%
اسمنت الجنوبية	49%	50%	55%	57%	52%	75%
اسمنت السعودية	61%	62%	64%	68%	50%	54%
المجموع	56%	58%	64%	67%	55%	58%

المصدر: الرياض المالية، تقارير الشركات

* متوقعة

التقييمات والتوصيات

قمنا بتعديل تقديراتنا للشركات التي نقوم بتغطيتها بعد موجة هبوط الأسعار. بشكل عام، نبقى على أسعارنا المستهدفة وتوصياتنا بدون تغيير وأي تذبذب حاصل في السوق لن يكون عليه أي أثر على قيمة أعمال الشركات على المدى الطويل. على الرغم من استمرار إعادة تقييم السوق، اعتقادنا ان مستويات التقييم لمكرر ربحية القطاع يكون ما بين مستويات 11-12 مره لمجمل تقديراتنا لدخل عام 2015 ليكون بذلك اكثر إيجابية مما كان عليه بداية العام عند مستويات 13-14 مره. نستمر بتوصياتنا بالشراء لجميع الشركات تحت التغطية ما عدا شركة اسمنت القصيم حيث نوصي لها بالاحتفاظ. من بين الشركات التي تقع تحت تغطيتنا، يأتي مكرر ربحية شركة أسمنت ينبع المتوقع كأقل مكرر حيث يبلغ 10.9 مره لمجمل تقديراتنا الدخل لعام 2015 وبمعدل عائد توزيع ارباح يبلغ 7.1%، بينما يأتي أعلى مكرر ربحية متوقع في الشركات التي تقع تحت تغطيتنا أيضاً عند شركة اسمنت القصيم حيث من المتوقع أن يبلغ 13.6 مره لكنه يقدم معدل عائد توزيع ارباح جيد عند 6.0%.

جدول رقم 6: التصنيف والتقييم (مليون ريال)

الشركة	رمز التداول	السعر الحالي	القيمة السوقية	السعر المستهدف	التصنيف	عائد الأرباح الموزعة		مكرر القيمة الدفترية (السعر/الأرباح)		مكرر القيمة الدفترية (السعر/القيمة الدفترية)	
						2015 *	2014	2015 *	2014	2015 *	2014
اسمنت اليمامة	3020	38.50	7,796	62.00	شراء	6.6%	11.6x	12.0x	2.1x	2.1x	
اسمنت ينبع	3060	53.67	8,453	78.00	شراء	7.1%	10.5x	10.9x	2.4x	2.3x	
اسمنت القصيم	3040	81.50	7,335	101.00	احتفاظ	6.0%	13.0x	13.6x	3.7x	3.7x	
اسمنت الجنوبية	3050	77.50	10,850	115.00	شراء	5.1%	10.4x	11.1x	3.7x	3.3x	
اسمنت السعودية	3030	71.76	10,979	123.00	شراء	6.2%	10.2x	10.2x	3.4x	3.3x	
متوسط المجموعة							11.1x	11.6x	3.1x	2.9x	

المصدر: الرياض المالية

* متوقعة

الخلاصة

تشير تقديراتنا مع انخفاض الانفاق في المشاريع، إلى أن نمو الطلب على الإسمنت لن ينمو خانتين عشرينين لعام 2016 خصوصاً مع تقديرات صندوق النقد الدولي لأسعار النفط التي تبلغ تحت 65 دولار لعام 2016. في المقابل، مع ظهور تحسن في أوضاع العمالة والمشاريع الحكومية التي ليس من المتوقع توقفها أو تأجيلها، فإن من المرجح ان يركز منتج الإسمنت في الأرباع القادمة على تقليص مستويات المخزون لنراه مجدداً عند مستويات مثالية. يتميز قطاع الإسمنت بالتدفقات النقدية الحرة وسط عائد ارباح موزعة فوق 6%. يتداول القطاع بتقييم منخفض قدره 30% مقارنة بتقييم السوق، بمكررات ربحية أقل عند 11.6 مره لتعطي نظرة إيجابية على الشراء للمدى الطويل.

غير مُصنّف	بيع	احتفاظ	شراء	شراء قوي
تحت المراجعة/ مقيد	سعر مبالغ فيه	إجمالي الإيرادات المتوقعة > 15%	إجمالي الإيرادات المتوقعة ≤ 15%	إجمالي الإيرادات المتوقعة ≤ 25%

لإبداء أي ملاحظات على أي من تقاريرنا، نرجو التواصل من خلال: Research@riyadcapital.com

بيان إخلاء المسؤولية

تم جمع المعلومات الواردة في هذا التقرير بحسن نية من مصادر عامة مختلفة يعتقد بأنه موثوق بها. في حين اتخذت كل العناية المعقولة لضمان أن الوقائع الواردة في هذا التقرير هي دقيقة وأن التوقعات والآراء والتنبؤات الواردة في هذه الوثيقة هي عادلة ومعقولة، ومع ذلك فإن الرياض المالية لا تضمن دقة البيانات والمعلومات المقدمة، وعلى وجه الخصوص، الرياض المالية لا تتعهد أن المعلومات الواردة في هذا التقرير هي كاملة أو خالية من أي خطأ. هذا التقرير ليس، وليس المقصود به أن يفسر على أنه، عرض للبيع أو تقديم عرض لشراء أية أوراق مالية. وبناء عليه، فإنه يجب عدم الاعتماد على دقة، و/أو عدالة، و/أو اكتمال المعلومات التي يحتوي عليها هذا التقرير. الرياض المالية تخلي مسؤوليتها ولا تقبل أي التزام عن أي خسارة ناجمة عن أي استخدام لهذا التقرير أو محتوياته، و لن تكون الرياض المالية مسؤولة ولن يكون أي من منسوبي الرياض المالية من مدراء، ومسؤولين، و موظفين مسؤولين في أي حال من الأحوال عن محتويات هذا التقرير. الرياض المالية أو موظفيها أو احد أو أكثر من الشركات التابعة أو عملائها قد يكون لهم استثمارات في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى المشار إليها في هذا التقرير.

الآراء والتنبؤات والتوقعات الواردة في هذا التقرير تمثل الآراء الحالية لشركة الرياض المالية كما في تاريخ هذا التقرير فقط وبالتالي فهي عرضة للتغيير دون إشعار. ليس هنالك أي ضمان بأن النتائج أو الأحداث المستقبلية سوف تكون متسقة مع أية آراء أو التنبؤات أو التوقعات واردة في هذا التقرير، و ما ورد في التقرير يمثل نتيجة محتملة فقط. كما أن هذه الآراء، والتنبؤات والتوقعات تخضع لبعض المخاطر وعدم التأكد والافتراضات التي لم يتم التحقق منها والنتائج أو الأحداث الفعلية في المستقبل قد تختلف بشكل كلي.

القيمة لأي، أو الدخل من أي، من الاستثمارات المشار إليها في هذا التقرير قد تتقلب و / أو تتأثر بالتغيرات. الأداء السابق ليس بالضرورة مؤشرا للأداء المستقبلي. وفقا لذلك، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على ناتج أقل من المبلغ المستثمر في الأصل.

هذا التقرير يقدم معلومات ذات طابع عام ولا يعتبر ظروف، وأهداف، ومستوى المخاطرة لأي مستثمر معين. ولذلك، فإنه لا يقصد بهذا التقرير تقديم مشورة في مجال الاستثمار ولا يأخذ بعين الاعتبار الوضع المالي الخاص و/أو الأهداف الاستثمارية الخاصة و/أو الاحتياجات الخاصة بالقارئ. قبل اتخاذ أي قرار بخصوص الاستثمار يجب على القارئ الحصول على المشورة المستقلة من ذوي الخبرة في المجالات المالية والقانونية و/أو أي مستشارين آخرين حسب الضرورة نظرا لان الاستثمار في هذا النوع من الاوراق المالية قد لا يكون ملائما لجميع الأشخاص.

لا يحق نسخ أو توزيع هذا التقرير البحثي، كليا أو جزئيا، وجميع المعلومات و الآراء والتنبؤات والتوقعات الواردة فيه محمية بموجب القواعد ولوائح حقوق الطبع والنشر.