

أيام صعبة قادمة

تعتبر شركة الخزف السعودي إحدى الشركات الرائدة في قطاع مواد البناء بوجود 11 مصنعا لإنتاج بلاط السيراميك والأدوات الصحية بالإضافة إلى سخانات المياه الكهربائية. منذ إدراجها في سوق الأسهم السعودية، شهدت الشركة أداءً مالياً قوياً مقارنة بمثيلاتها. تعتبر الشركة الأكبر في مجال تصنيع مواد البناء من حيث القيمة السوقية التي تبلغ 2.7 مليار ريال، وأحد أكبر اللاعبين في القطاع. نعتقد أن العام 2016 سيكون عاماً صعباً على الشركة، لكنها ستشهد عودة النمو ابتداءً من العام الذي يليه. في هذا التقرير، نقوم بنقل التغطية مع المحافظة على التوصية بالشراء وبسعر مستهدف يبلغ 74 ريال للسهم، بعائد متوقع عند 38.5%.

تراجع الإيرادات

على الرغم من أن إيرادات الشركة شهدت نمواً بنسبة مركبة قدرها 11% منذ العام 2010، إلا أن تباطؤ النمو من العام 2011 جدير بالملاحظة. قمنا بمراجعة تقديراتنا للإيرادات نظراً لتوقعاتنا بانخفاض معدل النمو على المدى القريب بسبب ضعف الطلب وانخفاض أسعار البيع. نتوقع أن لا يشهد العام الحالي والذي يليه نمواً في الإيرادات مع تراجع محتمل أسعار البيع بنسبة 10% تقريباً. ستكون مساهمة مبيعات السيراميك في مزيح مبيعات الشركة أقل مما كانت عليه في الاعوام السابقة نظراً لتماصك أسعار قطاع السخانات.

أسعار البيع تضغط على الهوامش

نظراً لاستحواذ قطاع السيراميك على نصيب الأسد من مزيح المبيعات، فإن انخفاض أسعار البيع سينعكس سلباً على هوامش الربحية حيث من المتوقع أن يكون لتخفيض سعر اليوان الصيني مقابل الدولار الأثر المباشر على تفضيل المنتجات المستوردة مقابل المنتج المحلي. لذلك فإننا نتوقع أن ينكمش هامش الدخل الإجمالي بمقدار 300 نقطة أساس ليصل إلى 32% في السنتين الحالية والقادمة. أما هامش صافي الربح فمن المتوقع أن يتراجع إلى مستويات 18.2% و 17.6% في العامين 2015 و 2016 على التوالي. نتوقع أن تقوم الشركة بخفض المصاريف التشغيلية والمصاريف الأخرى كردة فعل على الانخفاض المتوقع في الإيرادات، الأمر الذي سيساهم في تحسن الهوامش ابتداءً منذ 2017.

سعر مستهدف جذاب

التصحيح الأخير الذي شهده سوق الأسهم السعودية جدد الفرص الاستثمارية حيث تبدو التقييمات جذابة لكثير من الشركات. يتداول سهم شركة الخزف السعودي حالياً عند مكرر ربحية قدره 9.2 مرة مقابل مكرر السوق عند 15.5 مرة ومكرر القطاع عند 13.6 مرة مما يجعل السعر يبدو جذاباً. نعتقد أن شركة الخزف كانت على الدوام هدفاً للمستثمر طويل الأجل نظراً لاستقرار عملياتها وعوائدها. نوصي بالشراء.

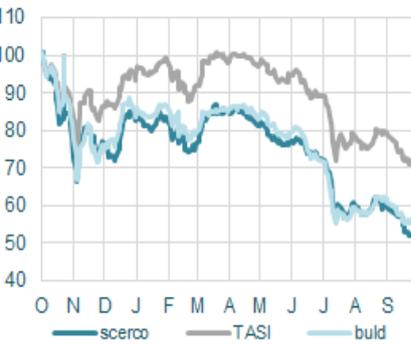
إجمالي العوائد المتوقعة

السعر في 15- نوفمبر- 2015	53.09 ريال
العائد المتوقع لسعر السهم	38.5%
عائد الأرباح الموزعة	4.2%
إجمالي العوائد المتوقعة	42.7%

بيانات السوق

أعلى/أدنى سعر خلال 52 أسبوعاً	52.25/103.50 ريال
القيمة السوقية	2,654 مليون ريال
الأسهم المتداولة	50 مليون
الأسهم المتاحة للتداول (الأسهم الحرة)	72.0%
متوسط حجم التداول اليومي (12 شهراً بالآلاف)	303.5
الوزن في المؤشر العام السعودي	0.17%
رمز الشركة في رويترز	2040.SE
رمز الشركة في بلومبيرغ	SCERCO AB

أداء السهم



المصدر: بلومبيرغ

مؤشر قطاع الخزف	مؤشر تداول العام	مؤشر التشييد والبناء	
53.09	6,881	2,446	
إجمالي التغير	6 شهور	سنة	سنتان
(38.3%)	(35.7%)	(44.2%)	(29.3%)
(48.3%)	(38.3%)	(44.2%)	(29.3%)
(38.4%)	(35.7%)	(44.2%)	(29.3%)

التقديرات لعام 2015

الإيرادات (مليون ريال)	1,630
الدخل الإجمالي (مليون ريال)	580
الدخل التشغيلي (مليون ريال)	308
الدخل الصافي (مليون ريال)	298
ربحية السهم (ريال)	5.95

*متوقعة

البيانات المالية الأساسية

السنة المالية تنتهي في 31 ديسمبر (مليون ريال)	2014	2015	2016	2017
الإيرادات	1,621	1,630	1,636	1,796
الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة والإهلاك والاستهلاك	441	463	486	554
صافي الدخل	310	298	296	352
ربحية السهم (ريال)	6.20	5.95	5.92	7.03
أرباح السهم الموزعة (ريال)	2.00	2.25	2.25	2.75
القيمة الدفترية للسهم (ريال)	34	38	42	46
العائد على متوسط الأصول	10%	10%	9%	10%
العائد على متوسط حقوق الملكية	18%	16%	14%	15%
مكرر الربح	8.6x	8.9x	9.0x	7.6x
مكرر القيمة الدفترية	1.5x	1.4x	1.3x	1.2x
السعر/ الأرباح	1.6x	1.6x	1.6x	1.5x
قيمة المنشأة / الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة	10.8x	7.5x	7.1x	6.3x
قيمة المنشأة / الإيرادات	2.4x	2.1x	2.1x	1.9x

أحمد الفوزان

ahmed.al-fozan@riyadcapital.com

+966-11-203-6814

شركة الرياض المالية تعمل بموجب ترخيص هيئة السوق

المالية السعودية (رقم 07070-37)

نقل التغطية

في هذا التقرير، نقوم بنقل تغطية شركة الخزف السعودي مع التوصية بالشراء بسعر مستهدف يبلغ 74 ريال. قمنا بتحديث نماذجنا المالية وتقديراتنا كما هو موضح أدناه.

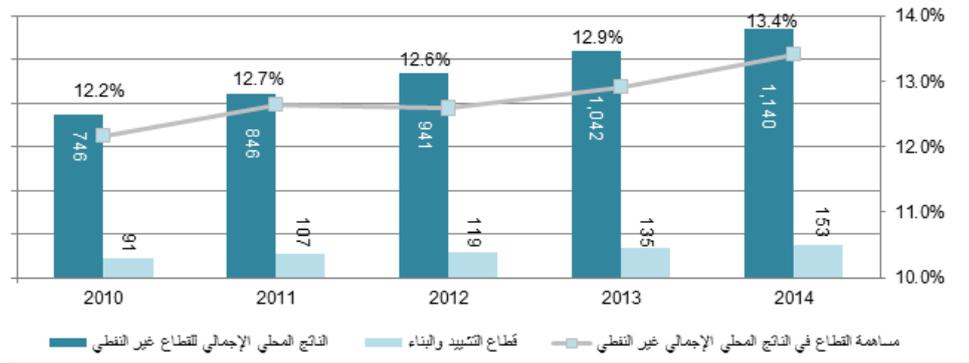
نظرة على القطاع

بعدما وصل لمستويات 70 دولار للبرميل في النصف الأول من العام الحالي، شهدت أسعار مزيج برنت تراجعاً حاداً لتصل إلى 42 دولار في أغسطس الماضي، ليلقي بآثره السلبي على سوق الأسهم السعودية التي سجلت بدورها مستويات دنيا جديدة تحت مستوى 7,000 نقطة. توقعت وكالة ستاندرد آند بورز أن يستقر معدل أسعار النفط الخام في نطاق 50-55 دولار للبرميل في العامين 2015-2016 مما سيضع مزيداً من الضغط على الموازنة الحكومية القادمة. وكان صندوق النقد الدولي قد توقع أن تحقق الميزانية عجزاً قدره 150 مليار دولار في هذا العام. في المقابل، يبدو أن الحكومة لديها العديد من الخيارات لمواجهة هذا الانخفاض في الدخل من النفط مثل إصدار السندات الموجهة للمستثمر المحلي، و السحب من احتياطيها الضخم، و الاستثمار بتخفيض النفقات، أو رفع الدعم عن بعض السلع. ستكون الموازنة القادمة مؤشراً مهماً لقياس أثر تراجع أسعار البترول عن الإنفاق في هذه السنة، وخطط الحكومة للعام القادم.

شهد قطاع الإنشاءات في المملكة العربية السعودية طفرة غير مسبوقة في السنوات الخمس الأخيرة وسط انفاق حكومي قياسي بفضل إيرادات النفط. تنوعت المشاريع من حيث الحجم والأهداف، حيث هدفت الحكومة من إنشاء مدينة الملك عبدالله المالية و مترو الرياض بالإضافة إلى رفع مستوى شبكة الطرق والجسور إلى تعزيز البنية التحتية لتسهيل نشاطات الأعمال، في حين كانت مشاريع الإسكان والملاعب الرياضية تستهدف تقوية البرامج الاجتماعية في مجتمع غالبيته هم من فئة الشباب.

تظهر بيانات مصلحة الإحصاءات والمعلومات السعودية أن مساهمة قطاع الإنشاءات في الناتج المحلي الإجمالي ارتفعت من 4.6% في 2010 إلى مستوى 5.5% في العام 2014. كما تبين أن الناتج المحلي لهذا القطاع بلغ 153 مليار ريال في العام الماضي. وحسب تصريح لرئيس اللجنة الوطنية للمقاولين فإن مجموع أصول القطاع بلغت 200 مليار ريال، في حين بلغ عدد المقاولين المسجلين رسمياً 115 ألف مقاول. وعلى الرغم من ذلك، فإن التحديات قائمة.

رسم بياني 1 : قطاع التشييد والبناء والناتج المحلي الإجمالي غير النقطي (مليون ريال) / مساهمة القطاع في الناتج المحلي غير النقطي



المصدر: مصلحة الإحصاءات العامة والمعلومات

التحديات

تتمثل أبرز التحديات التي تواجه قطاع مواد البناء في تباطؤ الإنفاق الحكومي، انخفاض أسعار المنتجات المستوردة، سوق العمل، العقود الحكومية، وتشريعات السعودية. من المتوقع أن تقلص الحكومة من الإنفاق الاستثماري في السنة القادمة حيث ظهرت دلائل بينها تصريحات رسمية تشير إلى أن ضبط النفقات قد بدأ بالفعل. قمنا بالأخذ بالحسبان بأن السنة الحالية والسنة القادمة ستكون صعبة على قطاع الإنشاءات ومواد البناء. في المقابل، نحن متفائلون في نظرنا بعيدة المدى لاسيما وأن التوجهات الحكومية لحل مشكلة الإسكان تبدو جادة الأمر الذي سيكون دافعاً قوياً لنمو القطاع.

جدول 1 : أبرز النسب المالية للقطاع (12 شهر)

الشركة	الأهم المصدرة (مليون)	القيمة السوقية (مليون)	القيمة السوقية (%)	ربحية السهم	مكرر الربحية	القيمة الدفترية	السعر/ القيمة الدفترية
أسلاك	44	1,018	6%	1.66	14.0x	11.51	2.0x
بوران	50	1,577	10%	2.17	14.5x	15.34	2.1x
المصناعات الكهربائية	45	1,687	11%	2.60	14.4x	13.46	2.8x
الأبواب السعودية	51	1,122	7%	0.95	23.3x	15.43	1.4x
الخصري	53	1,035	6%	1.51	12.9x	16.78	1.2x
الخزف السعودي	50	2,654	17%	5.76	9.2x	36.84	1.4x
الجيب الأهلية	32	540	3%	0.73	23.5x	14.98	1.1x
الكابلات السعودية	76	622	4%	-0.94	س	5.48	1.5x
صنق	40	466	3%	-0.65	س	10.34	1.1x
أمياتيت	116	1,219	8%	0.86	12.3x	13.15	.8x
العربية للأبواب	40	541	3%	-1.10	س	15.87	.9x
الزامل للاستثمار الصناعي	60	2,327	15%	4.51	8.6x	30.36	1.3x
الباطين	43	1,487	9%	3.02	11.6x	16.94	2.1x
الأبواب الفخارية	15	1,254	8%	6.70	12.5x	18.9	4.4x
مسك	60	568	4%	-0.37	س	7.73	1.2x
البحر الأحمر	60	1,354	8%	1.52	14.8x	15.77	1.4x

المصدر: تداول

التحليل المالي

التوسعات ستدعم النمو في المدى الطويل

توشك شركة الخزف السعودي على الانتهاء من سلسلة توسعات قامت بها طالت جميع قطاعات الشركة بهدف الاستجابة للطلب المتوقع في السنوات القادمة. استطاعت الشركة رفع الطاقة الإنتاجية لمصنع البلاط بنسبة 30% لتصل إلى 64 مليون متر مربع مقابل 50 مليون متر مربع في العام 2012. وتقوم الشركة حالياً بأعمال توسعة مصنع الأدوات الصحية من خلال إضافة 18 ألف طن إلى مصنعها ذو الطاقة الإنتاجية البالغة 36 ألف طن، وتعتقد الشركة أن الإنتاج سيبدأ في الربع الرابع من العام 2015. إضافة إلى ذلك، تعمل الشركة حالياً على زيادة انتاجها من سخانات المياه الكهربائية وإضافة 600 ألف سخان لتصل إلى مستوى 2.1 مليون سخان سنوياً. أخيراً، أعلنت الشركة عن استكمال أعمال مشروع الطوب الأحمر بعد سلسلة من التأجيلات، حيث من المتوقع أن ينتج المصنع 300 ألف طن من الطوب سنوياً. قمنا باحتساب كل هذه المتغيرات الإيجابية في تقديراتنا وأثارها على أداء الشركة على المدى المتوسط والطويل.

جدول 2 : التوسعات

التاريخ المتوقع لانتهاء	الإضافات	القطاع
اكتمل	4.6	بلاط السيراميك (مليون متر مربع)
الربع الرابع - 2015	18,000	الأدوات الصحية (طن)
الربع الرابع - 2015	600,000	سخانات المياه (سخان)
اكتمل	300,000	الطوب الأحمر (طن) - جديد

المصدر: تقارير الشركة

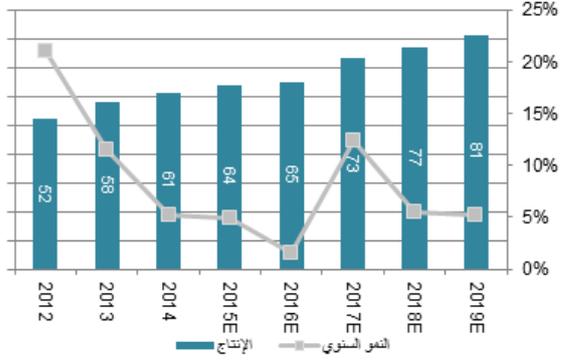
الإيرادات تعود للنمو ابتداءً من العام 2017

نمت إيرادات شركة الخزف بمعدل سنوي مركب قدره 11% في الفترة من 2010-2014 كنتيجة طبيعية للإنفاق الحكومي السخي. قفزت الإيرادات من مستوى مليار ريال في العام 2010 لتصل إلى 1.6 مليار في العام الماضي. على الرغم من هذا النمو القوي، نعتقد أن الإيرادات قد تشهد تباطؤاً في السنة الحالية والسنة القادمة بسبب انخفاض أسعار المنتجات وتراجع الطلب. ولكن، تشير تقديراتنا إلى أن المبيعات ستشهد تحسناً ابتداءً من 2017 إلى 2019 لتنمو بمعدل سنوي مركب قدره 9% لتصل إلى 2.1 مليار ريال بحلول العام 2019.

قمنا بافتراض أن انتاج الشركة من السيراميك سيبلغ 81 مليون متر مربع في العام 2019، بمعدل زيادة سنوية قدرها 3.2 مليون متر، في حين أن انتاج سخانات المياه سيبلغ 2.1 مليون سخان بحلول العام نفسه. إن بداية

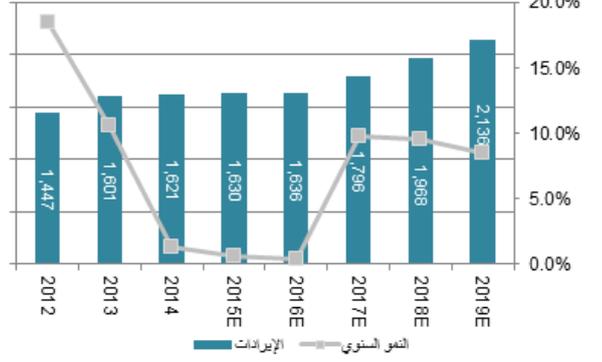
الإنتاج في مصنع الطوب الأحمر بالإضافة إلى التوسعات القائمة ستعزز من موقع الشركة لمواجهة أي زيادة في الطلب في المستقبل.

رسم بياني 3: الإنتاج (مليون طن) و النمو (%)



المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

رسم بياني 2: الإيرادات (مليون ريال) و النمو (%)

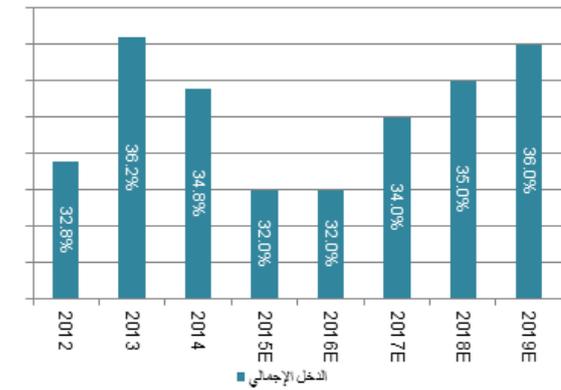


المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

انكماش الهوامش بسبب المنافسة

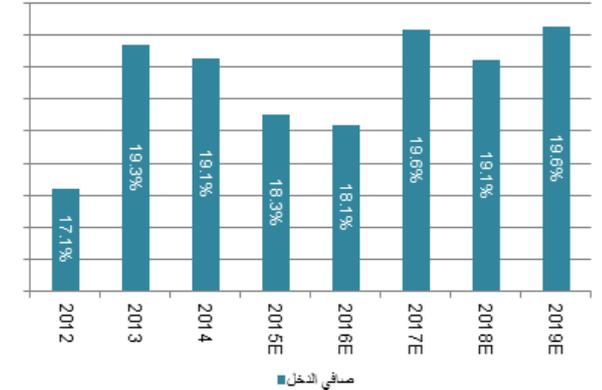
تمتعت الشركة بمتوسط هامش ربحية بلغت 35% و 19% لكل من هامش الدخل الإجمالي وهامش صافي الدخل على التوالي، وذلك في الفترة من 2010 وحتى 2014. هذه المستويات جاءت نتيجة لمستوى أسعار بيع معقولة إضافة إلى استقرار واضح في النفقات التشغيلية. وعلى الرغم من نظرتنا الإيجابية طويلة المدى، إلا أننا نتوقع أن تتعرض الهوامش للضغط في العامين الحالي والقادم بسبب تراجع الطلب والمنافسة المتوقعة من المنتجين الصينيين بعد خفض المتواصل لليوان أمام الدولار الأمريكي. تشير تقديراتنا إلى أن هامش الدخل الإجمالي سيتراجع إلى مستويات 32% في العامين 2015-2016، في حين نتوقع أن يهبط هامش صافي الدخل إلى مستوى 18% في السنة القادمة. إلا أن تقديراتنا تشير إلى أن الهوامش ستعود لمستوياتها الطبيعية من العام 2017 وصاعداً لتستقر عند 36% و 20% لهامش الدخل الإجمالي وهامش صافي الدخل على التوالي.

رسم بياني 5: هامش الدخل الإجمالي



المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

رسم بياني 4: هامش صافي الدخل



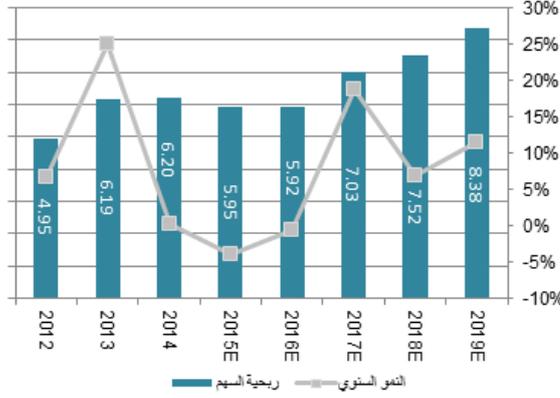
المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

صافي دخل ضعيف، لكن معدل توزيع أرباح مستقر

تشير تقديراتنا إلى أن صافي الدخل سيتراجع هذه السنة والسنة التي تليها كأثر مباشر لانخفاض الإيرادات. نتوقع أن ينخفض صافي الدخل إلى 298 مليون ريال و 296 مليون ريال في العامين 2015 و 2016 على التوالي. على أثر ذلك، ستبلغ ربحية السهم الواحد 5.95 ريال في العام الحالي (بتراجع بنسبة 4% على أساس سنوي). في المقابل، نتوقع أن تنمو ربحية السهم بمعدل سنوي مركب قدره 9% في الفترة ما بين 2017-2019.

إضافة إلى ذلك، فإننا نتوقع أن تحافظ شركة الخزف على معدل دفع أرباح قريباً من 38% من صافي الربح. هذا المستوى سيساعد الشركة على الحفاظ على مستوى مستقر وثابت في التوزيعات النقدية، بالإضافة إلى دعم خططها التوسعية في المستقبل. نتوقع أن توزع الشركة 2.25 ريالاً عن العامين 2015 و 2016، على أن يتم رفع التوزيعات النقدية تدريجياً لتصل إلى 3.50 ريال بحلول العام 2019.

رسم بياني 7: ربحية السهم (ريال) ومعدل النمو (%)



المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

رسم بياني 6: التوزيعات النقدية (ريال) و معدل دفع الأرباح (%)



المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

التقييم

قمنا باختبار عدة طرق للتقييم، من ضمنها طريقة التدفقات النقدية المخصومة وطريقة مكرر الربحية وذلك للتوصل إلى سعرنا العادل لسهم شركة الخزف السعودي. نفضل استخدام طريقة التدفقات النقدية المخصومة على بقية الطرق وذلك لأن الشركة لديها سجل مستقر في الربحية والتوزيعات.

طريقة التدفقات النقدية المخصومة

يظهر الجدول أدناه افتراضاتنا التي قمنا باستخدامها بطريقة التدفقات النقدية المخصومة للوصول إلى السعر المستهدف عند 74 ريال للسهم. قمنا باحتساب معدل النمو طويل الأجل عند 2.0%، و احتساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال عند 8.1%.

جدول 4: التقييم بناء على التدفقات النقدية المخصومة

الإفترضات	2019E	2018E	2017E
العائد الخالي من المخاطر	3.8%		
بيتا	0.8		
نسبة المخاطرة للاستثمار	6.2%		
تكلفة حقوق الملكية	8.8%		
تكلفة التمويل	4.0%		
المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال	8.1%		
التدفقات النقدية الحرة (مليون ريال)	280	202	206
معدل النمو طويل الأجل			2.0%
السعر المستهدف للسهم	73.52		

المصدر: الرياض المالية

طريقة مكرر الربحية

طريقة بديلة، قمنا بتجربة طريقة مكرر الربحية للوصول إلى السعر العادل لسهم الشركة. افترضنا أن مكرر 12 مرة سيكون مناسباً نظراً لكونه متوسط القطاع، حيث قمنا بضرب هذا المكرر بمتوسط ربحية السهم الواحد المتوقعة للفترة من 2017-2019 لتصل إلى سعر عادل قدره 91.72 ريال للسهم الواحد.

جدول 5: التقييم بناء على مكرر الربحية

2019E	2018E	2017E	
8.38	7.52	7.03	ربحية السهم
12.0x			مكرر الربحية المستهدف
7.64			متوسط ربحية السهم (2019-2017)
91.72			السعر المستهدف للسهم الواحد

المصدر: الرياض المالية

التوصيات

في هذا التقرير، نقوم بنقل التغطية على سهم شركة الخزف السعودي وبسعر مستهدف قدره 74 ريال بناء على طريقة التدفقات النقدية المخصومة، مما يوفر عائداً قدره 38.5%. لذا نوصي بالشراء.

نعتقد أن شركة الخزف السعودي ستشهد أوقاتاً صعبة على المدى القريب بسبب التباطؤ الاقتصادي المتوقع في المملكة على أثر انخفاض أسعار البترول، وبسبب قوة المنافسة المتوقعة من المصنعين الأجانب. إلا أننا متفائلون بأن الشركة سوف تستأنف النمو ابتداءً من العام 2017.

القوائم المالية

جدول 6: مختصر للقوائم المالية

2017E	2016E	2015E	2014	قائمة التدفقات النقدية (مليون ريال)	2017E	2016E	2015E	2014	قائمة الدخل (مليون ريال)
352	296	298	310	صافي الدخل	1,796	1,636	1,630	1,621	صافي المبيعات
					(1,185)	(1,112)	(1,051)	(1,057)	تكلفة المبيعات
195	184	155	160	استهلاكات	611	524	580	564	إجمالي الدخل
(32)	(7)	10	(93)	التغير في رأس المال العامل	(180)	(164)	(200)	(201)	مصروفات بيعية وتسويقية
519	476	466	389	التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية	(72)	(57)	(71)	(82)	مصروفات صومية وإدارية
-	-	-	-	إضافات ممتلكات وألات ومعدات	359	303	308	281	الدخل من العمليات المستمرة الرئيسية
(305)	(278)	(277)	(239)	التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية	(7)	(7)	(8)	(9)	تكلفة التمويل
(310)	(264)	(263)	(261)	التوزيعات النقدية	10	10	11	46	إيرادات (ومصروفات) أخرى، صافي
-	-	-	-	التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية	362	305	311	318	صافي الدخل قبل الزكاة الشرعية
(139)	(114)	(114)	(113)	التدفق في بداية السنة	(11)	(9)	(13)	(8)	مخصص الزكاة الشرعية
(211)	(183)	(165)	(100)	التدفق في نهاية السنة	352	296	298	310	صافي الدخل
-	-	-	-		50	50	50	38	عدد الأسهم المصدرة
137	109	70	42		7.03	5.92	5.95	6.20	ربحية السهم الواحد
136	137	109	70		2.75	2.25	2.25	2.00	التوزيع النقدي للسهم الواحد
2017E	2016E	2015E	2014	معدلات مالية	2017E	2016E	2015E	2014	قائمة المركز المالي (مليون ريال)
				الربحية	136	137	109	70	نقد ونقد ممتثل
34%	32%	32%	35%	هامش الدخل الإجمالي	177	161	160	180	نعم مدينة
20%	19%	19%	17%	هامش الدخل التشغيلي	717	684	647	669	مخزون
20%	18%	18%	19%	هامش صافي الدخل	430	443	457	471	مشروعات تحت التنفيذ
10%	9%	10%	10%	العائد على الأصول	1,736	1,625	1,531	1,409	ممتلكات وألات ومعدات
15%	14%	16%	18%	العائد على حقوق المساهمين	3,444	3,270	3,131	3,017	مجموع الموجودات
				السيولة	284	267	252	249	نعم دائنة
0.21	0.22	0.17	0.11	معدل الاحتياطي النقدي	233	258	285	299	تسليمات متداولة من قروض طويلة الأجل
1.82	1.74	1.66	1.56	معدل السيولة الحالي	432	479	530	567	قروض طويلة الأجل
				أخرى	1,150	1,189	1,232	1,302	مجموع المطلوبات
11.09	9.73	9.26	8.82	للسهم الواحد EBITDA	500	500	500	375	رأس المال
7.6x	9.0x	8.9x	8.6x	مكرر ربحية السهم	243	243	217	188	احتياطي نظامي
1.2x	1.3x	1.4x	1.5x	السعر / القيمة البقرية	1,549	1,336	1,180	1,151	أرباح مبنية
1.5x	1.6x	1.6x	1.6x	السعر / المبيعات	3,444	3,270	3,131	3,017	مجموع المطلوبات وحقوق المساهمين

المصدر: الرياض المالية، تقارير الشركة

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 ملحوظات 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، ولن تكون الرياض المالية مسؤولة ولن يكون أي من منسوبي الرياض المالية من مدراء، ومسؤولين، وموظفين 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 بالفارئ. 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 الأوراق المالية قد لا يكون ملائما لجميع الأشخاص.

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