



مكاسب مجزية تنتظر سوق الأسهم السعودي

حقق مؤشر سوق الأسهم السعودي (تاسي) مكاسب مضطربة منذ بداية العام حيث تخطى للتو أعلى مستوى سجله عام 2009 وبلغ في 20 مارس 2010 مستوى 6,700 نقطة مرتفعاً بنسبة 62 بالمائة عن أدنى مستوى هبط إليه في خمس سنوات في مارس 2009. وقد تحقق هذا الانتعاش برغم انخفاض حجم التداول وتواصل حالة الحذر لدى المستثمرين. وبناءً على توقعاتنا بإيرادات عام 2010، فإننا نقدر القيمة العادلة للسوق في نهاية هذا العام عند مستوى 7,400 نقطة وهو ما يتطلب تحقيق زيادة تبلغ 10 بالمائة عن مستواه الحالي وهي نسبة قد لا تكفي لإحداث ارتفاع كبير في أحجام التداول.

جاء أداء تاسي دون مستوى الأسواق العالمية والناشئة الرئيسية نتيجة لتدني الثقة جراء تعثر شركتين كبيرتين من شركات القطاع الخاص كسبب رئيسي وأيضاً لتشدد البنوك في شروط منح الائتمان، لكن أدائه فاق كافة الأسواق في منطقة الخليج. وقد جاء الانتعاش الذي سجله تاسي حتى هذه اللحظة من العام مستقلاً عن الأسواق العالمية في إشارة مشجعة إلى حدوث تحسن في ثقة المستثمر بشأن مستقبل أرباح الشركات.

نتوقع أن يرتفع معيار إيرادات أو عائد السهم للسوق ككل بنسبة 8,2 هذا العام، كما نتوقع أن يسجل قطاعاً الاستثمار المتعدد والبتروكيماويات أكبر المكاسب نتيجة لارتفاع أسعار البتروكيماويات والأسهم وغيرها من الموجودات عن مستوياتها المتدنية عام 2009، رغم أن معظم تلك المكاسب قد انعكست سلفاً على الأسعار في هذين القطاعين. من ناحية أخرى، نعتقد أن المخاوف بشأن الديون المشكوك فيها في قطاع البنوك وبشأن أسعار الأراضي بالنسبة لقطاع التطوير العقاري قد تم تضخيمها ونظر إلى هذين القطاعين باعتبارهما الأكثر جذباً للمستثمرين عام 2010.

القطاعات الأخرى التي نعتبرها واعدة (الاتصالات والتجزئة وشركات الإنتاج الغذائي التابعة لقطاع الزراعة) يرتبط أدائها بانتعاش الإنفاق الاستهلاكي. وكان الإنفاق الاستهلاكي قد تراجع العام الماضي نتيجة لتأثر المستهلكين بخسائر سوق الأسهم، لكن خلافاً لمعظم الدول الأخرى لم تشهد المملكة عمليات كبيرة للاستغناء عن العملة أو خفض المرتبات ولذلك يبدو أن معظم التراجع في الإنفاق الاستهلاكي جاء نتيجة لتدابير وقائية. ولا يزال الإنفاق الحكومي هو المحرك الرئيسي الذي يدفع الاقتصاد، لكننا نعتقد أن آلية السوق أخذت هذا العامل في الحسبان منذ فترة في سياق تحديدها لقيمة الأسهم.

تاريخياً شهد مؤشر تاسي حالات تجاوز فيها قيمته العادلة بدرجة كبيرة وهناك احتمال بتكرار ذلك هذا العام. وتعتبر الحالة المزاجية للمستثمرين التي تشهد تحسناً بمثابة مؤشر لمدى انحراف السوق عن قيمته العادلة، إلا أننا لا نتوقع زيادة كبيرة في الحماس تجاه السوق كما في الماضي في ضوء المكاسب المحدودة المنتظرة خلال عام 2010. ومن المتوقع أن يؤدي إدراج مجموعة من الشركات الجديدة في السوق بالإضافة إلى احتمال إجراء تعديل على طريقة مشاركة المستثمرين الأجانب التي قد ينجم عنها تدفق المزيد من الاستثمارات إلى تعزيز مستوى الثقة، لكن في المقابل قد تتأثر هذه الثقة بتراخي أداء الأسواق العالمية وتباطؤ الانتعاش العالمي. وسنأتي أوضح دلالة على تعافي ثقة المستثمر عندما يواصل تاسي ارتفاعه بالتزامن مع نمو أحجام التداول بصورة مضطربة.

مؤشر تاسي



للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:

بول غامبل
رئيس الدراسات والأبحاث
pgamble@jadwa.com

أو
قاسم عبدالكريم
المدير المشارك
قسم الدراسات والأبحاث
gabdulkarim@jadwa.com

أو
براد بورلاند، CFA
رئيس الدائرة الاقتصادية والأبحاث
jadwaresearch@jadwa.com

الإدارة العامة:
الهاتف 1111-279-966+
الفاكس 1571-279-966+
صندوق البريد 60677، الرياض 11555
المملكة العربية السعودية
www.jadwa.com



أداء السوق وتقييمه

سجل تاسي أدنى مستوياته على المدى المتوسط قبل عام ونيف، حيث هبط في 9 مارس 2009 إلى أدنى مستوى له منذ نوفمبر 2003 عند مستوى 4,130 نقطة. في ذلك الوقت سجلت الأسواق العالمية أو اقتربت من أدنى مستوياتها في سنوات عدة وهبطت أسعار النفط إلى 45 دولاراً للبرميل وأصبح الاقتصاد في أضعف حالاته. ثم ارتد تاسي لاحقاً ليرتفع بنسبة 62 بالمائة إلى 6,700 نقطة بتاريخ 20 مارس 2010 في موجة صعود اتسمت بالتنديب. وكان تاسي كغيره من الأسواق العالمية قد حقق ارتفاعاً حتى منتصف مايو من العام الماضي بعد ما اتضح جلياً أن الاقتصاد العالمي قد تجاوز أسوأ مرحله حيث سجل ارتفاعاً بلغ 46 بالمائة بحلول 13 مايو.

وفجأة استجدت معلومات عن تعثر اثنتين من كبريات الشركات المحلية نتج عن تعثرهما غير المتوقع آثار سلبية واسعة على الرغم من عدم وجود أي منهما ضمن قائمة الشركات المدرجة في السوق. وقد أدى تعثر هاتين الشركتين إلى بروز مخاوف بشأن سلامة أوضاع شركات القطاع الخاص الأخرى وبشأن انكشاف القطاع المصرفي أمام حالات الإعسار تلك، ما أدى إلى تراجع كبير في ثقة المستثمرين والمستهلكين على حد سواء. وانقضت فترة ظل فيها المؤشر يراوح مكانه بينما واصلت الأسواق الأخرى تحليقها، ثم هبط واستقر معظم فترة الصيف دون مستوياته خلال مايو ويونيو. وقد أدت عملية تسوية جزئية مبهمة لديون إحدى الشركتين المعسرتين مع دائنيها المحليين تزامنت مع النتائج المشجعة للشركات في الفصل الثالث إلى رفع تاسي خلال سبتمبر وأكتوبر إلى أعلى مستوياته خلال العام في 24 أكتوبر عند مستوى 6,568 نقطة.

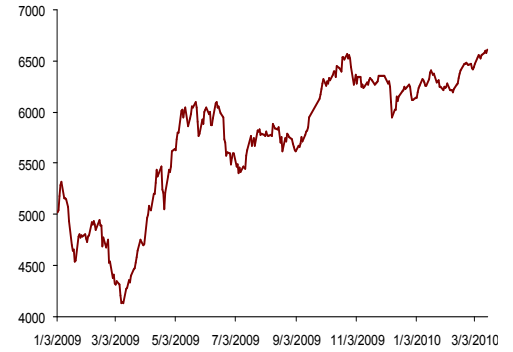
لكن تاسي عاد إلى التراجع مرة أخرى بسبب تداعيات حالة شح الائتمان على أداء الشركات وكذلك بسبب المخاوف من ضعف الدولار وارتفاع التوتر مع التمرديين في اليمن. وظل تاسي منذ مطلع نوفمبر وحتى نهاية العام يتحرك ضمن نطاق ضيق باستثناء انخفاض طفيف ولفترة قصيرة عند إعلان شركة دبي العالمية تجميد ديونها المستحقة. وقد جاء أداء تاسي مستقراً لحد كبير خلال الشهرين الأول والثاني من عام 2010 بينما تراجعت الأسواق العالمية، في دلالة على حدوث تحسن في مزاج المستثمرين. وقد عزز ارتفاع أسعار النفط وعودة الحياة للأسواق العالمية من الارتفاع المضطرد لمؤشر تاسي خلال مارس حتى تجاوزت قيمته في 13 منه أعلى مستوى له في عام 2009.

جاءت مكاسب تاسي الأخيرة وسط أحجام تداول متدنية في إشارة واضحة إلى أن ثقة المستثمرين لا تزال هشة، حيث لم يختلف حجم التداول خلال الأشهر الثلاثة المنتهية في أواخر فبراير عن متوسط الأشهر الثمانية الأولى من عام 2008، بينما بلغ المتوسط اليومي لعدد الصفقات في يناير أدنى مستوى له منذ 5 سنوات عند 73,000 عملية. كذلك توحى مؤشرات أخرى مثل تناقص أعداد مشتري الصناديق الاستثمارية وتراجع حصة تداولات المستثمرين الأفراد إلى تدني اهتمام المستثمر المحلي بالسوق.

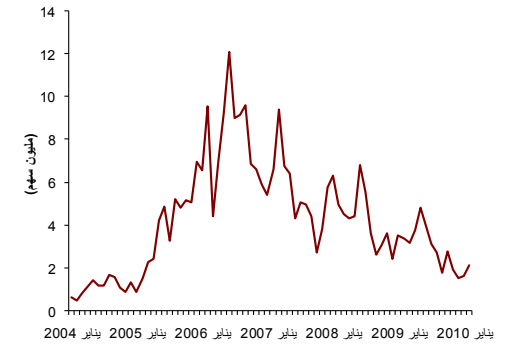
أدى انتعاش أسعار الأسهم إلى رفع معايير التقييم، حيث ارتفع مكرر الربحية لسنة متأخرة من مستوى 9,6 مرة في الربع الأول لعام 2009 إلى 17,8 مرة في نهاية العام كما سجل معدل السعر إلى القيمة الدفترية انتعاشاً قوياً من 1,55 إلى حوالي 2 خلال نفس الفترة. وتحقق معظم الارتفاع في معايير التقييم خلال الربعين الثاني والثالث حيث تأثرت عائدات الربع الرابع بالخصومات الكبيرة لتغطية الديون المشكوك فيها التي جنبتها البنوك التجارية. وقد أدت مكاسب السوق المتواضعة حتى المرحلة الحالية من العام إلى دفع مكرر الربحية إلى مستوى 18,2 مرة وكذلك معدل السعر إلى القيمة الدفترية إلى 2,15، ويتم حالياً تداول ثمانية شركات بأقل من قيمتها الدفترية مقارنة بنحو 27 شركة قبل عام.

جاء أداء مؤشر تاسي دون مستويات أسواق الأسهم العالمية والناشئة الرئيسية، حيث قفز المؤشر بنسبة 62 بالمائة من أدنى مستوى له سجله في مارس 2009 مقارنة بمكاسب بلغت 71 بالمائة لمؤشر اس اند بي 500 الأمريكي وارتفاع بنسبة 107 بالمائة لمؤشر مورغان استانلي للأسواق الناشئة خلال نفس الفترة. أما من حيث القيمة فيعتبر تاسي متكافئاً مع الأسواق الناشئة الرئيسية كما أنه يتداول بفارق كبير عن أسواق المنطقة (حقوق تاسي العام الماضي أفضل أداء بين أسواق الخليج). ولا يدعو التقييم المرتفع للسوق

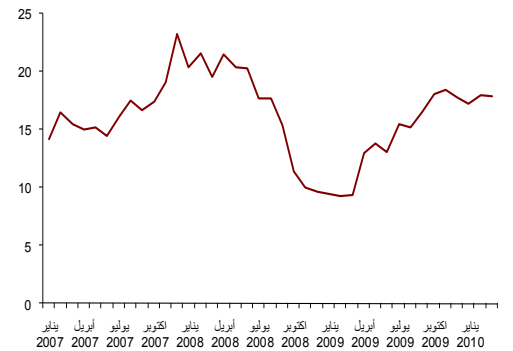
تاسي



عدد الصفقات الشهرية



مكرر الربحية لمؤشر تاسي



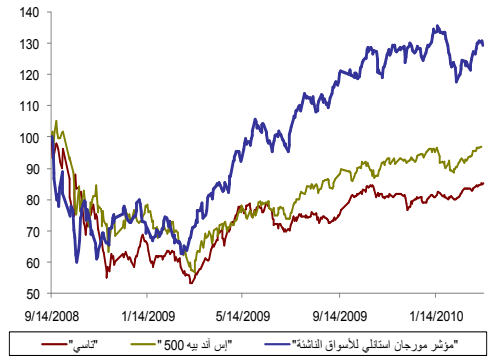


السعودي إلى القلق باعتباره ارتفاعاً يتسق مع النمط التاريخي لهذا السوق ويعكس النزعة المحلية للقاعدة العريضة من المستثمرين المحليين وكذلك الأرباح المرتفعة التي وزعتها الشركات المحلية (عائد السهم في السوق السعودي يفوق العائد في الأسواق الناشئة الرئيسية بنحو ثلاث مرات).

مقارنة بين القيم السوقية

السوق	مكرر الربحية	السوق	مكرر الربحية
أبو ظبي	9,9	عمان	11,8
البحرين	11,1	قطر	14,5
البرازيل	17,6	روسيا	13,5
الصين	17,0	السعودية	18,2
دبي	9,8	تركيا	11,6
الكويت	13,7	المملكة المتحدة	12,2
الهند	20,5	الولايات المتحدة (اس اند بي 500)	17,1

مقارنة أداء الأسواق المالية

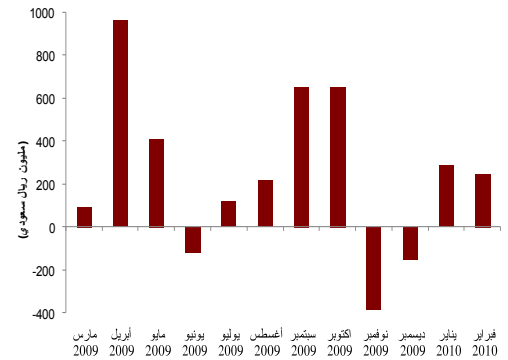


المشاركة الأجنبية في سوق الأسهم

تم فتح سوق الأسهم السعودي أمام المستثمرين الأجانب في أغسطس 2008 عبر نظام اتفاقيات المبادلة. لكن جاءت التدفقات الاستثمارية من المستثمرين الأجانب أقل مما توقعه الكثيرون؛ حيث بلغت مشتريات الأجانب الصافية خلال الفترة بين مارس 2009 (عند صدور أول بيانات تداول الأجانب) وفبراير 2010 حوالي 792 مليون دولار أي ما يعادل 2,3 بالمائة من إجمالي القيمة السوقية. وتعود ضالة استثمارات الأجانب إلى عدة أسباب أهمها التوقيت غير الموفق حيث انهارت الأسواق العالمية عقب استفحال الأزمة المالية في سبتمبر 2008 وكذلك عدم ارتياح المستثمرين الأجانب لأسلوب الدخول إلى السوق الذي يحظر عليهم حق ملكية الأسهم (سمح النظام فقط بحق الحصول على الأرباح وتحمل الخسارة من الصفقات التي ينفذونها).

ويجري الحديث حالياً حول احتمال تبني طريقة جديدة لدخول المستثمرين الأجانب إلى السوق السعودي خلال عام 2010. ومن الطرق المطروحة نظام فتح الباب أمام مستثمري الشركات الأجنبية المؤهلين وهو نظام شبيه بما هو مستخدم في الصين حالياً ويقوم على السماح لمستثمري الشركات الأجنبية الذين يستوفون شروطاً معينة (تتعلق بالوضع المالي والهيكل والأنظمة الداخلية للشركة) بالاستثمار المباشر في حدود مبلغ معين. ويعتمد تأثير تلك الطريقة على السوق على حجم الأموال التي تود الجهة المنظمة لسوق الأسهم السماح بها لتلك الشركات، ففي الصين على سبيل المثال شكل الاستثمار الأجنبي في نهاية عام 2009 أقل من 1 بالمائة من إجمالي القيمة السوقية لسوق الأسهم. بالإضافة إلى ذلك، يتم الإعداد لإطلاق صناديق التداول في المؤشرات في وقت قريب ويذكر أن الفرصة ستتاح للأجانب للمشاركة فيها لكن من الصعب التكهن بمدى تأثير تلك المشاركة على السوق قبل أن يتم الإعلان عن تفاصيلها وشروطها.

صافي التدفقات من خلال اتفاقيات المبادلة



تراجع النمو في إيرادات أو عائد الأسهم بنسبة للسوق السعودي ككل بنسبة 16,6 بالمائة عام 2009. وكان أكبر تراجع من نصيب قطاع الإعلام والنشر نتيجة لانخفاض إيرادات الإعلان كما تراجع بشدة إيرادات أسهم قطاع البتروكيماويات بسبب انخفاض متوسط الأسعار. وسجل قطاع التأمين خسارة أخرى عام 2009 لكنها تقل بكثير عن خسارة العام الأسبق بعد أن انتقل المزيد من شركات التأمين الجديدة إلى مرحلة تحقيق الأرباح عدا ارتفاع أرباح "التعاونية" الشركة المهيمنة في القطاع والتي كانت قد تكبدت خسائر ضخمة في المحفظة الاستثمارية عام 2008. واحتل قطاع البنوك موقعاً متوسطاً في ترتيب القطاعات حسب إيرادات الأسهم.

وجاء على رأس الراجحين لعام 2009 قطاع الفنادق والسياحة وذلك نتيجة لعملية بيع غير متكررة لقطعة أرض تابعة لإحدى الشركتين المدرجتين في سوق الأسهم، تلاه قطاع الاتصالات الذي حقق نتائج جيدة بفضل ارتفاع الطلب على الهواتف المحمولة والانتعاش القوي للتطبيقات المرتبطة بتلك الهواتف. وعاد قطاع الاستثمار المتعدد إلى الربحية بعد خسائر استثمارية كبيرة تكبدتها عام 2008 شركة المملكة القابضة التي تسيطر على القطاع. والقطاعين الآخرين اللذين حققا ارتفاعاً في عائد السهم العام الماضي



هما الطاقة والزراعة وذلك لضعف تأثير الانكماش الاقتصادي على حجم استهلاك المنتجات التي يقدمها هذين القطاعين.

النمو في إيرادات الأسهم

القطاع	(التغير كنسبة مئوية)
البنوك	30,8-
البتروكيماويات	57,9-
الاستثمار المتعدد	106,7-
البناء والتشييد	27,1-
الطاقة والخدمات	7,7
الاستثمار الصناعي	7,9-
الأسمت	21,3-
التطوير العقاري	44,5-
النقل	17,9-
الإعلام والنشر	64,5-
الفنادق والسياحة	191,2
التجزئة	7,7-
الاتصالات	9,2
التأمين	-
الزراعة والأغذية	0,2-
تاسي	16,6-

أما على أساس فصلي فقد جاءت بيانات الإيرادات مشجعة، حيث حقق العائد على السهم ارتفاعاً في الربع الأخير من عام 2009 عقب تراجع على مدى خمسة أرباع متتالية على أساس سنوي. ولا نستغرب أن يحقق قطاعا البتروكيماويات والاستثمار المتعدد أفضل المكاسب حيث كانا أكثر القطاعات تضرراً وبصورة مباشرة وكبيرة بالأزمة المالية والاقتصادية التي ضربت العالم قبل عام. وإذا استبعدنا تأثير انخفاض أسعار البتروكيماويات والأسهم وغيرها من الموجودات من المقارنة السنوية فمن المتوقع أن يأتي كلا القطاعين ضمن أفضل القطاعات أداءً عام 2010.

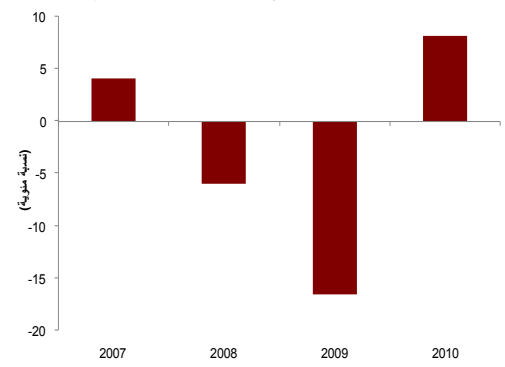
الاقتراضات الاقتصادية الرئيسية لعام 2010

- **الاقتصاد العالمي:** الانتعاش العالمي الحالي سيشكل قوياً حتى منتصف العام لكنه سيعتدل خلال النصف الثاني نتيجة للتشدد في سياسات الدعم الاقتصادي وعودة المخزونات إلى وضعها الطبيعي والاستمرار في خفض المديونية. لكننا لا نرجح أن تتحقق هذه التوقعات الاقتصادية الضعيفة.
- **أسعار النفط:** نتوقع أن يتواصل الاستقرار الذي حققته أسعار النفط مؤخراً، ما لم تطرأ أزمات كبيرة على الاقتصاد العالمي أو تستجد أحداث تؤدي إلى إرباك إمدادات النفط. وسوف يستمر الارتفاع المتواصل في الطلب العالمي على النفط نتيجة لانتعاش الاقتصاد العالمي يقابله في الناحية الأخرى ارتفاع في المعروض نتيجة ضعف التزام أعضاء أوبك بحصص الإنتاج المقررة. عليه، نتوقع أن يبلغ متوسط سعر خام غرب تكساس خلال 2010 نحو 75 دولاراً للبرميل.
- **الاقتصاد السعودي:** نتوقع أن ينتعش الاقتصاد السعودي خلال عام 2010، حيث سيرتفع النمو الاقتصادي الفعلي هذا العام إلى 3,8 بالمائة مقارنة بارتفاع لم يتجاوز 0,15 بالمائة عام 2009 وسيصبح الحصول على القروض أكثر سهولة وستعود ميزانية الدولة إلى تحقيق الفوائض.

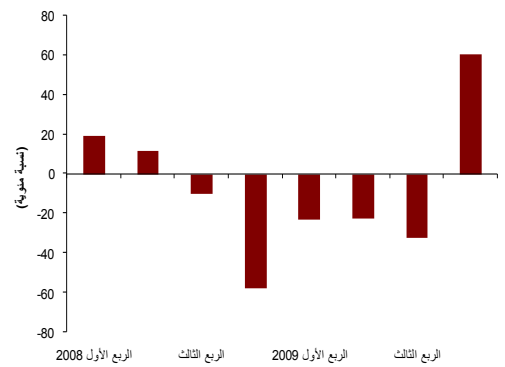
استعراض أداء السوق حسب القطاعات

نتوقع أن يحقق قطاع البنوك هذا العام أداءً أفضل بعد الظروف الصعبة التي واجهها عام 2009، حيث ينتظر أن تنمو إيرادات السهم بنسبة 10 بالمائة. وكانت البنوك قد رفعت خلال عام 2009 بدرجة كبيرة مخصصاتها للديون المعدومة جراء تعثر شركتين كبيرتين من القطاع الخاص ونتيجة للمخاوف بشأن سلامة الأوضاع المالية للمقترضين

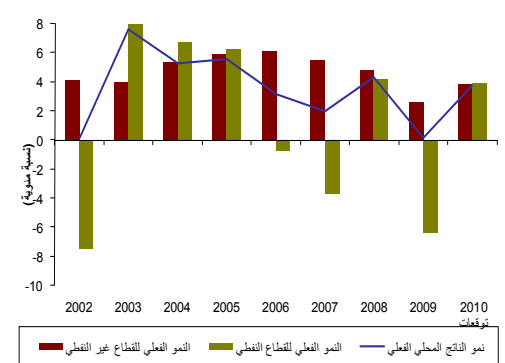
النمو السنوي في العائد على الأسهم



النمو ربع السنوي في عائد الأسهم



النمو الفعلي في الناتج الإجمالي





الأخريين. ويبدو أن معظم البنوك قد أكملت استقطاع الجزء الأكبر من مخصصاتها العام الماضي لكن إجمالي المخصصات كنسبة من الديون المعدومة جاءت أقل من 100 بالمائة مقارنة بمتوسط بلغ 160 بالمائة للسنوات الخمس الماضية، ما يعني أنه لا تزال هناك مبالغ كبيرة سيتم تجنيبها عام 2010. كذلك أدى الغموض بشأن الجدارة الائتمانية للمقترضين إلى دفع البنوك إلى تقليص الإقراض العام الماضي (حيث انخفض حجم القروض إلى القطاع الخاص لأول مرة منذ عام 1990) وبالتالي تجميع ودائع ضخمة لدى مؤسسة النقد العربي السعودي (ساما) بأسعار فائدة لا تتجاوز 0,25 بالمائة. لكن نتوقع ارتفاع معدل نمو القروض المصرفية مع تعافي الاقتصاد وبالتالي زيادة إيرادات وأرباح البنوك.

ينتظر أن يرتفع متوسط العائد على السهم في قطاع البتروكيماويات مع ارتفاع الأسعار وزيادة الإنتاج، ما يؤدي إلى نموه هذا العام بنسبة 55 بالمائة. ومن المتوقع أن يؤدي انتعاش الطلب العالمي إلى ارتفاع الأسعار بدرجة كبيرة مقارنة بمتوسطها للعام الماضي، حيث ينتظر أن تتسبب زيادة الأسعار وحدها في قفزة كبيرة في نمو إيرادات السهم خلال الربعين الأول والثاني من هذا العام. بالإضافة إلى ذلك، يتوقع أن يبدأ الإنتاج أو ترتفع معدلاته لدى شركات مثل ينساب وكيان السعودية وبتروابغ ومشروعين مشتركين لسابك أحدهما في المملكة (مشروع شرق) والآخر في الصين (مشروع تيانجين).

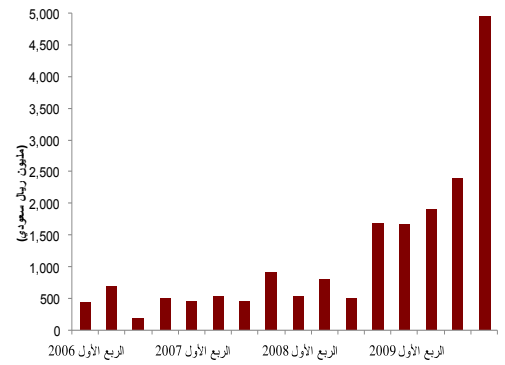
ستؤدي زيادة حجم الإنتاج واحتدام المنافسة بين شركات قطاع الأسمنت القديمة والجديدة إلى خفض الأسعار ما يؤدي لتراجع متوسط العائد على السهم بنسبة 10 بالمائة خلال عام 2010. وبالرغم من أن إنفاق الحكومة القوي على المشاريع سيحفز الطلب على الأسمنت، إلا أن هناك مصنعين جديدين وتوسعات في بعض المصانع القائمة يتوقع انطلاقها خلال العام الحالي. علاوة على ذلك، ستتقلص هوامش الربحية نتيجة لارتفاع مخزون الكليكر إلى أعلى مستوياته على الإطلاق مما يؤدي إلى تجميد الموارد المالية وإجبار الشركات على الاقتراض لتلبية احتياجاتها من رأس المال التشغيلي على المدى القصير وبالتالي يتسبب في تحمل المزيد من الأعباء التمويلية، هذا عدا أن تعليق العمل في الأفران القديمة بهدف خفض حجم المخزونات يتسبب في ارتفاع تكاليف الإنتاج الثابتة وبالتالي تناقص الإيرادات. ومن المتوقع أن يبدأ بعض المنتجين في تحقيق إيرادات هذا العام من استثماراتهم في إنتاج الخرسانة الجاهزة والألواح مسبقة الصب.

ينتظر أن تنمو إيرادات قطاع التجزئة بنسبة 15 بالمائة هذا العام بسبب استمرار متاجر بالتجزئة المدرجة في السوق في زيادة عدد منافذ البيع من ناحية ونتيجة لارتفاع الإنفاق الاستهلاكي الذي تدعمه ثلاثة عوامل تشمل تواصل الانتعاش الاقتصادي ونمو حجم السكان المحليين وزيادة العاملين الأجانب. وتستفيد شركات التجزئة من التنافس القائم بين الموردين اللذين يلجئون إلى عرض شروط مبيعات أفضل مع تقديم حسمات، عدا لجوئها إلى خفض التكاليف من أجل زيادة هوامش أرباحها.

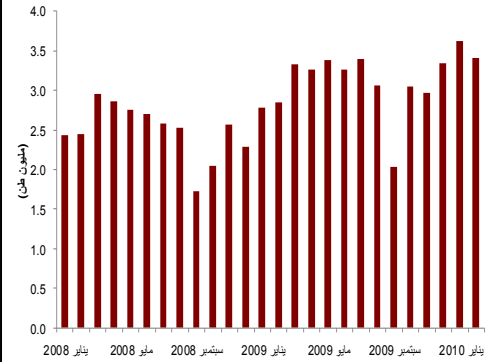
نتوقع أن تنخفض إيرادات السهم بنسبة 10 بالمائة خلال عام 2010 بالنسبة لقطاع الطاقة، حيث تجري الشركة السعودية للكهرباء التي تهيمن على هذا القطاع عملية إعادة هيكلة كبيرة في محاولة للحفاظ على الربحية في ظل تسعيرة محددة مفروضة من قبل الدولة. وعلى الرغم من أن القرار الذي اتخذته الحكومة في أواخر عام 2009 بالتخلي عن حصتها من توزيعات الأرباح لمدة 10 سنوات أخرى سيدعم الميزانية العامة للشركة، إلا أن الاستخدام المكثف لمحطات التوليد لتلبية الطلب (الذي يرتفع بنحو 8 بالمائة سنوياً) يعجل بإهلاك الآليات والمعدات كما أن التكلفة العالية لخدمة ديون الشركة تستقطع جزءاً كبيراً من الإيرادات. لكن اهتمام المستثمرين بالشركة ينصب على توزيعات أرباح الأسهم بغض النظر عن أداء الشركة.

نقدر أن تنمو إيرادات السهم في قطاع الزراعة والصناعات الغذائية في حدود 10 بالمائة في المتوسط، رغم التفاوت الكبير بين أداء شركات تصنيع المواد الغذائية والشركات الزراعية، حيث نتوقع أن تشهد شركات التصنيع الغذائي سنة أخرى من النجاح القوي عام 2010 حيث تنخرط الشركات الكبرى في هذا القطاع (المراعي وصافولا) في توسعات كبيرة من خلال النمو الطبيعي ومن خلال تنويع مجالات الإنتاج وتبني عمليات الاندماج والاستحواذ، بينما تظل الشركات الزراعية على الجانب الآخر تعاني من سحب الدعم الحكومي علاوة على احتمال تعرضها لارتفاع تكاليف المدخلات الزراعية وأجور العمال.

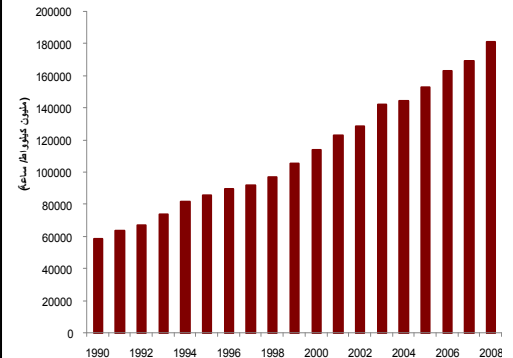
مخصصات البنوك للديون المشكوك في تحصيلها



إنتاج الأسمنت



إنتاج الكهرباء





تقديرات نمو إيرادات الأسهم حسب القطاع

القطاع	(التغير كنسبة مئوية)
البنوك	10
البتروكيماويات	55
الاستثمار المتعدد	85
البناء والتشييد	15
الطاقة والخدمات	10-
الاستثمار الصناعي	15
الأسمنت	10-
التطوير العقاري	10
النقل	5
الإعلام والنشر	20
الفنادق والسياحة	60-
التجزئة	10
الاتصالات	5-
التأمين	-
الزراعة والأغذية	10
تاسي	8,2

نتيجة لحدة المنافسة بين شركات الاتصالات بتوقع انخفاض إيرادات السهم في هذا القطاع بنسبة 5 بالمائة هذا العام. ونتوقع أن يتباطأ النمو في شراء الهواتف النقالة في ظل الارتفاع الكبير في معدل الانتشار (بلغ 162 بالمائة بنهاية سبتمبر الماضي)، لذا ستتنافس الشركات المزودة للخدمة من خلال طرح تطبيقات جديدة (بعضها يحقق هوامش مرتفعة) وتقديم العروض المغربية. وسوف تتعاظم المنافسة المحتملة أصلاً في حال قررت الهيئة العامة للاتصالات السماح لمشاركي الهاتف بنقل الأرقام بين المشغلين (حسبما كان تنفيذه مقررًا هذا العام)، ما يؤدي إلى المزيد من الضغط على أسعار الخدمات وبالتالي تراجع الإيرادات. ورغم أن دخل شركات الاتصالات من الاستثمارات العالمية سيرتفع بفضل انتعاش الاقتصاد العالمي، لكن لا نتوقع أن يعوض العائد المتحقق النقص في الإيرادات نتيجة انخفاض أسعار الخدمات المحلية.

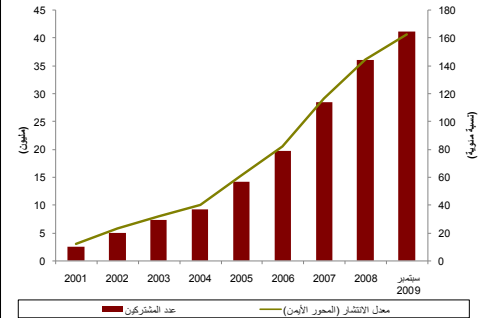
من شأن الإقبال المتزايد على خدمات التأمين وانتقال شركات التأمين الجديدة إلى مرحلة تحقيق الأرباح أن يؤدي إلى ارتفاع إيرادات قطاع التأمين. وبمرغم تزايد المنافسة نرى أن الفرص في هذا القطاع لا تزال جيدة، ويتضح ذلك من خلال زيادة الإقبال على التأمين الطبي وتوجه شركات التأمين نحو توفير خدمات تأمين جديدة تتمثل في التأمين على المعدات الرأسمالية في المشاريع العملاقة. كذلك لفتت كارثة السيول الأخيرة في منطقة جدة الأنظار إلى أهمية التأمين ضد الكوارث الطبيعية وهو سوق مهيباً للنمو بدرجة كبيرة. وكانت ثلاث من شركات التأمين الجديدة قد دخلت مرحلة الربحية العام الماضي بحيث يرتفع عدد الشركات الراحبة إلى ثمانية، ونتوقع دخول المزيد من الشركات هذه المرحلة العام الحالي بحيث يأتي أداء قطاع التأمين متعادلاً.

نتوقع أن تؤدي عملية إعادة الهيكلة التي تمت في شركة المملكة القابضة التي تشكل نحو 90 بالمائة من قطاع الاستثمار المتعدد حسب القيمة السوقية إلى نمو إيرادات أو عائد السهم بنسبة 85 بالمائة. ومن شأن منحة أسهم سيتي غروب البالغة 2,2 مليار ريال وخفض رأسمالها بنسبة 41 بالمائة واستخدام احتياطاتها العامة في تسديد الديون التي تكبدتها عام 2008 أن تحدث نقلة كبيرة في الأوضاع المالية لشركة المملكة القابضة. ولا شك أن النمو في قيمة الاستثمارات المباشرة وفي قيمة المحافظ المالية المحلية والدولية رغم صغر حجمها نسبياً أن يوفر المزيد من الدعم لشركات القطاع.

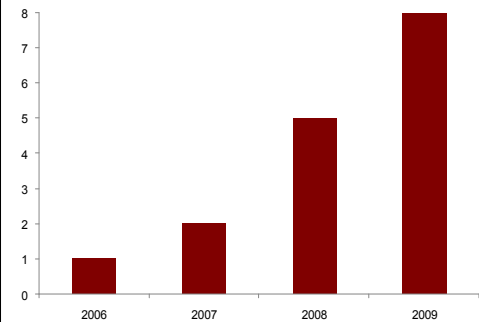
القطاعات التي نوصي بالاستثمار فيها

لا يعني مجرد تحقيق قطاع ما نمواً قوياً في عائد الأسهم أن ذلك القطاع يعتبر ضمن القطاعات الأكثر جذباً للاستثمار والعكس صحيح، وذلك لأن نمو الإيرادات المستقبلية يعتبر عاملاً رئيسياً في القرارات الاستثمارية وقد تكون المكاسب القوية قد أخذت سلفاً في الاعتبار عند تقدير سعر السهم. وينطبق هذا الوضع على القطاعين اللذين نتوقع أن يحققاً أفضل أداء من حيث نمو إيرادات السهم وهما قطاعي الاستثمار المتعدد وقطاع

معدل انتشار الهاتف الجوال



عدد شركات التأمين المدرجة الراحبة





البتروكيماويات. وعلى النقيض من ذلك، نتوقع أن يسجل أحد القطاعات الذي نعتبره أكثر جاذبية للمستثمرين - **قطاع الاتصالات** - نمواً سلبياً في إيرادات السهم عام 2010. ويعتمد تفضيلنا لقطاع الاتصالات على التقييم المغربي للشركات المدرجة فيه رغم انخفاض الإيرادات التي أخذت في الاعتبار عند إجراء التقييم.

كذلك يعتبر قطاعي **البنوك والتطوير العقاري** ضمن القطاعات المفضلة، حيث نعتقد أنه تم تضخيم مخاوف السوق بشأن الأداء المستقبلي لكليهما. فمعظم البنوك فرغت من تسوية معظم مخصصات الديون المشكوك فيها ويبدو أن ملامحها المستقبلية واعدة مع انطلاقة الانتعاش الاقتصادي واستئناف نشاط تقديم القروض، أما شركات التطوير العقاري فهي مقبلة بطريقة جاذبة حتى مع افتراض حدوث انخفاض في أسعار الأراضي. كذلك، ننظر بإيجابية إلى شركات التصنيع الغذائي ضمن قطاع الزراعة وقطاع التجزئة وذلك نتيجة لانتعاش الإنفاق الاستهلاكي بعد عام من التراجع. ورغم تأثر المستهلكين بخسائر سوق الأسهم عام 2008 إلا أنه لم يتم الاستغناء عن عمالة كثيرة ولم تحدث تخفيضات في رواتب العاملين كما حدث في معظم دول العالم، لذا يبدو أن معظم التراجع في الإنفاق الاستهلاكي يعود إلى تدابير وقائية.

بالنسبة ل**قطاع الاستثمار الصناعي** نتوقع أن يؤدي تعافي الاقتصاد محلياً وعالمياً إلى رفع الأسعار وزيادة حجم المبيعات من المنتجات المصنعة، ما يؤدي إلى نمو إيرادات السهم بحوالي 15 بالمائة. وكانت شركة معادن التي تشكل نصف القطاع بالقيمة السوقية قد حققت مكاسب جيدة من ارتفاع أسعار الذهب العام الماضي وستظل تستفيد من ارتفاع متوسط أسعاره وحجم إنتاجه هذا العام. ونتوقع أن تنعكس التوقعات المستقبلية الجيدة للطلب المحلي والعالمي بصورة إيجابية على نتائج جميع شركات القطاع هذا العام.

كما نتوقع أن يؤدي الانتعاش الاقتصادي إلى نمو إيرادات السهم في **قطاع البناء والتشييد** بواقع 15 بالمائة خلال عام 2010. وقد سجلت 11 من أصل 13 شركة في هذا القطاع خسائر العام الماضي نتيجة تقلص عدد العقود الجديدة وتعليق العمل في بعض المشاريع وتأجيل تنفيذ بعضها الآخر. ومن المتوقع أن تتلاشى جميع تلك المشاكل هذا العام لكن صعوبة شروط الإقراض ستظل تمثل مشكلة للعديد من المقاولين.

نتوقع أن تحقق إيرادات السهم لشركات **قطاع التطوير العقاري** نمواً في حدود 10 بالمائة في المتوسط نتيجة لتواصل قوة الطلب، لكن تقديراتنا جاءت متحفظة بسبب المخاوف من أن تشهد أسعار الأراضي بعض الانخفاض. ولا تزال ثاني وثالث أكبر شركتين في القطاع (جبل عمر وإعمار المدينة الاقتصادية) تواصلان العمل في مشاريعهما لكن خسائر ما قبل التشغيل الكبيرة التي تكبدها تؤدي إلى تفويض الأداء الكلي للقطاع. كذلك ستظل شروط الانتماء الصعبة تؤثر على المطورين وعلى العملاء المرتقبين على حد سواء. ولا نتوقع أن يكون لقانون الرهن العقاري في حال إجازته تأثير مباشر هذا العام، حيث يتطلب المقترضون بعض الوقت لمعرفة النظام وإجراءاته.

فيما يختص ب**قطاع النقل** نتوقع أن تنمو الإيرادات بنحو 5 بالمائة هذا العام، حيث ينتظر أن تستفيد الشركة الوطنية السعودية للنقل البحري التي تشكل نحو 70 بالمائة من القطاع حسب القيمة السوقية من ارتفاع الطلب على خام النفط في السوق الفورية والانتعاش القوي في سوق البتروكيماويات والتحسين في رسوم الشحن. ونتوقع أن تشهد الشركات الأخرى في القطاع تحسناً في حجم أعمالها بعد تحسن الأوضاع الاقتصادية.

ينتظر أن يشجع التعافي الاقتصادي الشركات على رفع ميزانياتها المخصصة للدعاية والتسويق هذا العام، ما يؤدي إلى نمو إيرادات شركات **قطاع الإعلام والنشر** بحوالي 20 بالمائة. وكانت الأوضاع الصعبة العام الماضي قد دفعت بعض شركات قطاع الإعلام إلى اللجوء لتنوع أنشطتها والدخول في مجالات جديدة أو العمل على خفض تكاليفها التشغيلية وهو ما سينعكس على الأرجح في تحقيق هوامش ربحية أعلى.

جاء أداء **قطاع الفنادق والسياحة** مشوشاً العام الماضي نتيجة لعملية بيع واحدة كبيرة لقطعة أرض تابعة لإحدى الشركتين المدرجتين في السوق، ولذلك نتوقع في غياب مثل تلك الإيرادات الاستثنائية هذا العام هبوط إيرادات السهم بحوالي 60 بالمائة. فإذا تقاضينا



عن هذا التأثير من الممكن تحقيق تحسن طفيف في الأداء بفضل تحسن الاقتصاد والزيادة المحتملة في أعداد المسافرين الأجانب من أصحاب الأعمال.

الملاحح المستقبلية

بناءً على هذه التوقعات نقدر القيمة العادلة لمؤشر سوق الأسهم السعودي (تاسي) في حدود 7,400 بنهاية عام 2010، ما يعكس ارتفاع المؤشر بنسبة 10 بالمائة خلال الفترة المتبقية من العام. وبما أن أسعار الأسهم تنزع إلى تجاوز قيمتها العادلة أو التخلف عنها بدرجة كبيرة، فإن سيطرة المستثمرين الأفراد على السوق السعودي يعني أن الزخم يمكن أن يتصاعف ويتلاشى بسرعة. وفيما يلي نستعرض العوامل التي نعتقد أنها تؤدي لخلق الزخم في السوق رغم أنها قد تعمل على تحييد بعضها بعضاً:

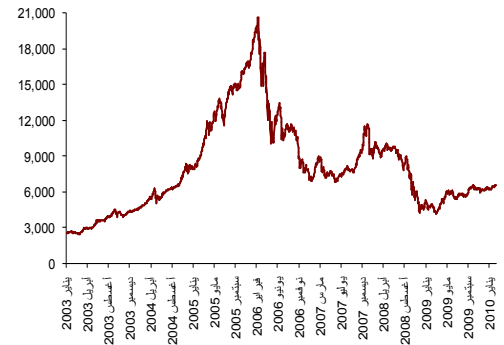
- **ثقة المستثمر:** لا يزال الحذر هو سيد الموقف في سوق الأسهم، ومن الوارد أن تؤدي أي نقلة كبيرة في ثقة المستثمر إلى دفع السوق إلى مستويات تفوق كثيراً تقديرنا بالقيمة العادلة، لكننا لا نرجح هذا الاحتمال. وبالرغم من أن مؤشر تاسي حقق بعض الانتعاش، إلا أن قيمته لا تزال تقل بنسبة 70 بالمائة عن أعلى مستوى سجله تاريخياً وقد تكبد كثير من المستثمرين خسائر كبيرة جراء انهيارين ضربا السوق خلال السنوات الأربع الماضية. ونعتقد أن السوق سيحقق على الأرجح مكاسب معتدلة خلال العام الحالي بدلاً من نمط القفزات الحادة التي سادت خلال الفترة من عام 2003 إلى مطلع عام 2006 عندما دخل كثير من المستثمرين السوق لأول مرة. ويعني هذا أن ثقة المستثمر ستعزز بمرور الوقت، لكنها تظل عرضة للانكسار في حال ظهور أي حالات تعثر جديدة بين الشركات أو نشوء تطورات سلبية اقتصادية كانت أم سياسية.

- **الأسواق العالمية:** بعد عام من الأداء المتميز لأسواق الأسهم العالمية تبدو التوقعات للفترة المتبقية من عام 2010 أقل إثارة. فعلى سبيل المثال قفز مؤشر اس اند بي 500 الأمريكي بنسبة 69 بالمائة منذ هبوطه إلى أدنى مستوياته في 9 مارس 2009، بينما لم يتعدى متوسط ارتفاع هذا المؤشر نسبة 5 بالمائة خلال عامين وفقاً لبحث أجرته شركة "كابيتال إيكونوميكس". وفي ظل الاحتمال الراجح بتراجع النمو خلال النصف الثاني من العام والمخاطر التي تواجه النظام الاقتصادي والمالي العالمي، سيأتي الأداء أضعف خلال تلك الفترة. وعموماً نلاحظ أن مؤشر تاسي استجاب طيلة عام 2009 للتراجعات التي أصابت أسواق الأسهم العالمية (بينما كانت استجابته للارتفاعات ضعيفة). وبالرغم من أن تاسي لم يتأثر كثيراً بالتراجع الذي حدث في أواخر يناير وأوائل فبراير ومع تراجع درجة ارتباطه بالأسواق العالمية خلال الأشهر الأخيرة، إلا أن التغيرات فيها ستترك أثراً لا يستهان به على حركة مؤشر تاسي.

- **تداولات الأجانب في السوق السعودي:** كما أوضحنا في جانب آخر من هذا التقرير من المحتمل مراجعة الطريقة التي يتداول بها المستثمرون الأجانب في سوق الأسهم السعودي. وفي الغالب سنتسم أي طريقة جديدة يتم تبنيها بالحذر جراء المخاوف من تدفق رأس المال المضارب مما يجعلنا نستبعد حدوث زيادة كبيرة في حجم تداولات الأجانب. برغم ذلك هناك رغبة أجنبية قوية للدخول في السوق السعودي لذا نرجح أن تؤدي إمكانية زيادة التدفقات الاستثمارية بمرور الزمن إلى تعزيز السوق على المدى القصير. ونعيد للذاكرة أن مؤشر تاسي كان قد قفز بنسبة 5,2 بالمائة في اليوم الذي تم فيه الإعلان عن نظام اتفاقيات المبادلة.

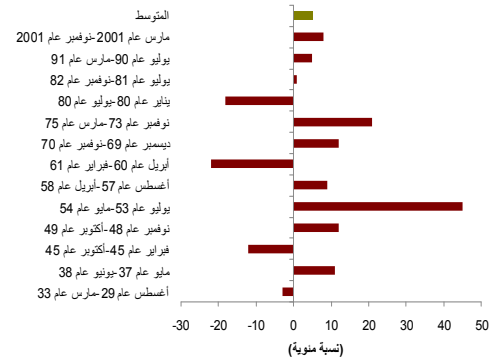
- **إدراج شركات جديدة في سوق الأسهم:** حفزت الاكتتابات المسعرة بطريقة مغرية عدداً كبيراً من المستثمرين الأفراد للمشاركة في السوق السعودي خلال سنوات الطفرة التي امتدت حتى مطلع عام 2006 ولا تزال تحظى باهتمام كبير من قبل المستثمرين. وهناك قائمة طويلة من الاكتتابات تقرر طرحها خلال عام 2010 ولكن معظمها صغير الحجم (حيث تبلغ قيمة أضخم اكتتاب أعلن حتى اليوم وهو اكتتاب مدينة المعرفة الاقتصادية نحو 1,02 مليار ريال)، لذا فإنه من غير المحتمل أن يحصل المستثمرون الأفراد على أسهم كافية تقنعهم بالعودة إلى سوق الأسهم بصورة مؤثرة.

مؤشر تاسي



التغير في مؤشر اس اند بي 500 عقب كل مرحلة كساد

(السنة الثانية عقب أدنى مستوى للمؤشر)





إخلاء المسؤولية

ما لم يشر بخلاف ذلك، لا يسمح بإطلاقاً بنسخ أي من المعلومات الواردة في هذه النشرة جزئياً أو كلياً دون الحصول على إذن تحريري مسبق ومحدد من شركة جدوى للإستثمار.

البيانات المالية الواردة في هذا التقرير تم الحصول عليها من شركة رويتز وشركة بلومبيرغ وشركة تداول ومن مصادر محلية أخرى، ما لم تتم الإشارة لخالف ذلك.

لقد بذلت شركة جدوى للإستثمار جهداً كبيراً للتحقق من أن محتويات هذه الوثيقة تتسم بالدقة في كافة الأوقات. حيث لا تقدم جدوى أية ضمانات أو إعاءات أو تعهدات صراحة كانت أم ضمناً، كما أنها لا تتحمل أية مساءلة قانونية مباشرة كانت أم غير مباشرة أو أي مسؤولية عن دقة أو اكتمال أو منفعة أي من المعلومات التي تحويها هذه النشرة. لا تهدف هذه النشرة إلى استخدامها أو التعامل معها بصفة أنها تقدم توصية أو خيار أو مشورة لاتخاذ أي إجراء/إجراءات في المستقبل.