الراجحي المالية
Al Rajhi Capital

مواضيع رئيسية

ان الفائض الذي حدث مؤخرا في المعروض النفطي ، يمكن أن يعزى للطلب الموسمي ، وعليه فان الأسعار يمكن أن ترتفع في المدى القريب عندما يرتفع الطلب.
اننا نعتقد أن هناك مخاطر تتعلق بجانب العرض في المدى المتوسط ، وبناء عليه ، فاذا لم تقم أوبك بتمديد اتفاقية خفض الانتاج ، فان الأسعار ربما تشهد انخفاضا.

رغما عن أن منتجي النفط الصخري في أمريكا ، قد بدأوا يشهدون تحسنا عاما في أوضاع تدفقاتهم النقدية نتيجة لانتعاش أسعار النفط وبيع الأصول غير الأساسية ، فإننا نتوقع أن ينخفض انتاج النفط الصخري أو يظل ثابتا بسبب سعر التعادل النفطي المطلوب المرتفع.

الطلب على السيارات الجديدة يتوقع أن يستمر في الازدياد في السنوات القادمة، بقيادة دول قارة اسيا نتيجة للزيادة في عدد السكان وتحسن البيئة الاقتصادية والبنية التحتية الأفضل ، مما يشير الى وجود امكانات قوية للنمو لقطاع السيارات ، وبالتالي تعزيز الطلب على النفط.

ومن منظور تأثير سعر النفط على المملكة ، فقد لاحظنا أن ايرادات الحكومة المستهدفة لعام 2017 ، تفترض أن متوسط سعر النفط يبلغ 50.3 دولارا للبرميل ، وهو سعر واقعي في رأينا.

سوق النفط:
يتوقع انتعاشا في المدى القريب ولكن تمديد اتفاق الأوبك هو العامل الرئيسي

المدى القريب : بعد الاتفاقية التي توصلت اليها دول الأوبك في نوفمبر لخفض انتاج النفط ، و التفاؤل بالتزام الأعضاء بهذا الاتفاق، فقد سجلت أسعار النفط ارتفاعا ،حتى بلغت 57.1 دولارا للبرميل في 6 يناير. غير أن المخاوف الأخيرة حول وصول المخزونات لأعلى مستوياتها على الاطلاق بسبب الطلب العالمي الأضعف من التوقعات ، أدت لأن تصل أسعار النفط الى أدنى مستوى لها خلال أربعة شهور. إننا نعتقد أن انخفاض الطلب يعزى أساسا لعوامل موسمية ، وبالتالي فان مستوى المخزون يمكن أن ينخفض من مستويات الذروة التي وصل اليها ، فور ارتفاع الطلب.

المدى المتوسط : من جانب اخر ، ربما تكون هناك مخاطر في جانب العرض خلال عام 2017 في ظل عدم تمديد اتفاق أوبك لخفض الانتاج ، أو اذا ارتفع انتاج الولايات المتحدة الأمريكية من النفط. وبناء عليه ، فبدون تمديد اتفاق الأوبك ، فربما نشهد فائضا في المعروض النفطي في السوق في المدى القريب.

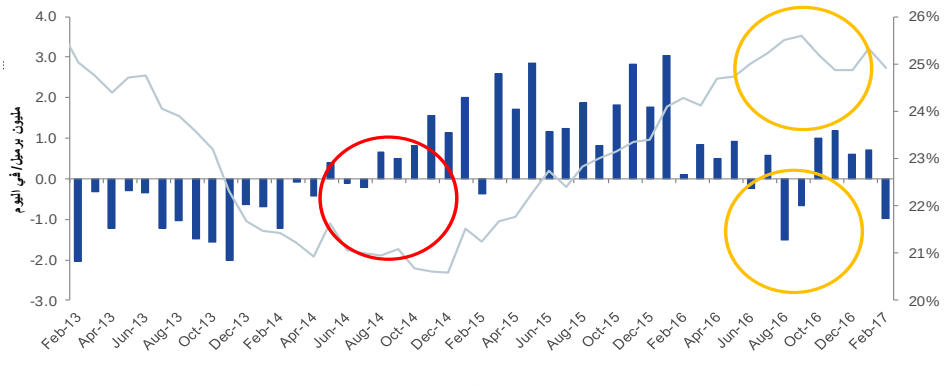
العرض على المدى البعيد : لقد ارتفعت التدفقات النقدية لشركات انتاج النفط الصخري الأمريكية بشكل عام في 2016، ويعزى ذلك في المقام الأول الى انتعاش أسعار النفط وبيع الأصول غير الأساسية ، ومن شأن ذلك أن يكون قد أدى الى خفض سعر التعادل النفطي على أساس نقدي. واذا استبعدنا بيع الأصول ، فعندئذ يمكن أن يصبح سعر التعادل للنفط breakeven price أعلى من توقعات السوق. ومع انخفاض عدد منصات الحفر والأصول المعروضة للبيع ، فمن المرجح أن يظل سعر التعادل أعلى ، وربما يستمر في الحد من انتاج النفط الأمريكي في المستقبل الا اذا سجلت أسعار النفط مزيدا من الارتفاع . ووفقا لتحليلنا ، فان سعر التعادل للنفط لمنتجي النفط الصخري الأمريكيين ، يتراوح بين 42 دولارا للبرميل و 60 دولارا للبرميل (الشكل 19) في أحواض استخراج النفط المختلفة.

الطلب على المدى البعيد : لا يزال قطاع النقل ، الذي يشكل نسبة تربو على 50% من اجمالي استهلاك النفط العالمي ، يمثل المحرك الأساسي للطلب على النفط على المدى البعيد ، وتلعب القارة الاسيوية دورا هاما في ذلك. ونظرا لتزايد عدد السكان ، وتحسن البيئة الاقتصادية ، والبنية الأساسية الأفضل، الى جانب انخفاض نسبة عدد السيارات لعدد السكان في قارة اسيا، فمن المرجح أن يستمر ارتفاع الطلب على السيارات الجديدة في السنوات القادمة ، مما يشير الى امكانية نمو قوي لقطاع السيارات ، مما يعزز الطلب على النفط. ظلت الصين ، التي تمثل وحدها ثلث مبيعات السيارات العالمية ، تشهد طلبا قويا على السيارات ، بمعدل نمو سنوي مركب بلغ 9.7% خلال الفترة 2012-2016

ومن منظور تأثير سعر النفط على المملكة ، فقد لاحظنا أن ايرادات الحكومة المستهدفة لعام 2017 ، تفترض أن متوسط سعر النفط يبلغ 50.3 دولارا للبرميل ، وهو سعر واقعي في رأينا.

الوضع حتى الان .... لقد تجاوز حجم الطلب الشهري على النفط بشكل عام ، حجم المعروض النفطي في فترة العشر سنوات حتى منتصف 2014، مما مكن أسعار النفط من التداول في مستوى تجاوز 110 دولارا للبرميل .وقد كان ذلك يعزى الى أن مستوى العرض في ذلك الوقت ، كان أقل من الطلب ، والى أن اللاعبين الكبار في منظمة الأوبك ، التي كانت تسيطر على 40% من اجمالي المعروض النفطي العالمي ، كانوا هم المحددين للأسعار.

الشكل 1 : الفرق بين العرض والطلب للنفط ، مستوى المخزونات الأمريكية



المصدر: اوبك، وكالة معلومات الطاقة، الراجحي المالية

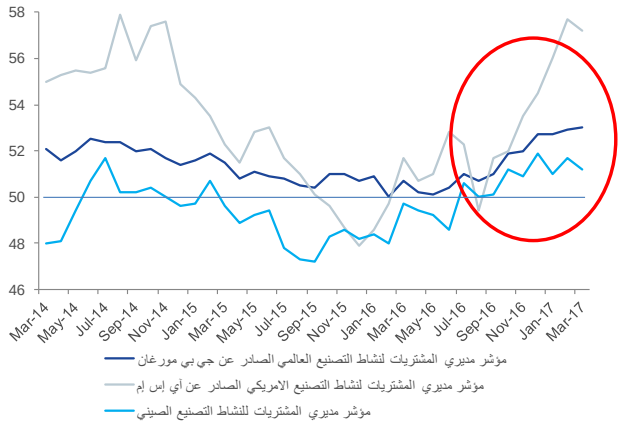
مازن السديري
مدير ادارة البحوث
alsudairim@alrajhi-capital.com

بريتيش ديفاسي
devassyp@alrajhi-capital.com

إخلاء من المسؤولية فضلا راجع وثيقة الإخلاء من المسؤولية في نهاية التقرير

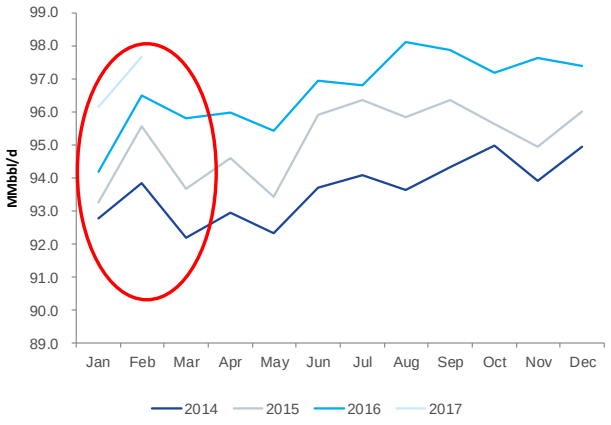
بيد أنه ، بعد منتصف 2014، عندما بدأ العرض يزيد عن الطلب (الشكل 1) ، فقد تحول تحديد أسعار النفط الى أيدي منتجي التكلفة الحدية marginal cost producers (منتجو النفط الصخري في الولايات المتحدة الأمريكية). وهكذا ، فقد أصبح تركيز السوق منصبا على سعر التعادل لمنتجي النفط الصخري. بيد أنه ، ورغما عن عودة السوق الى حالة عدم التوازن بحلول أغسطس-سبتمبر 2016 (الشكل 1) ، فلم تصل أسعار النفط الى مستويات ما قبل 2014 نظرا لأن مستويات المخزون قد استمرت في الارتفاع ، وأهم من ذلك ، لأن العرض لم يظهر أي مؤشرات للتراجع. ومع ذلك ، فقد ارتفعت أسعار النفط بعد اتفاق أوبك بسبب الخفض المتوقع في المعروض النفطي والتفاؤل بحدوث انخفاض في مستويات المخزون. وبناء عليه ، فقد استمرت أسعار النفط قوية ، على اثر صدور تقارير اعلامية بخصوص التزام دول الأوبك والدول غير الأعضاء في أوبك ، بمستويات خفض الانتاج المتفق عليها.

الشكل 2 : تحسن جيد في بيانات مؤشر مديري المشتريات.



المصدر: بلومبرج، الراجحي المالية

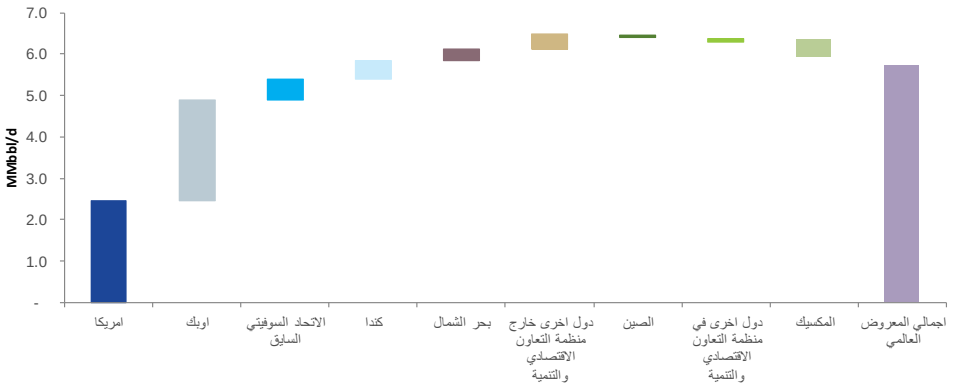
الشكل 3: الطبيعة الموسمية لاستهلاك النفط عالميا*



المصدر: وكالة معلومات الطاقة، الراجحي المالية. *بما في ذلك النفط الخام والمكثفات الأخرى

المخاوف الأخيرة ربما لا تستمر : انخفضت أسعار النفط الخام في الآونة الأخيرة الى مستوى 50 دولارا للبرميل، بعد أن خسرت بعض المكاسب التي حققتها في خلال الأشهر القليلة الماضية ، عقب اتفاق دول الأوبك .اننا نعتقد أن ذلك يعزى أساسا الى وصول مخزونات النفط الأمريكية الى أعلى مستويات لها على الاطلاق وليس الى زيادة العرض (الشكل 13). ونشير هنا الى أن انتاج النفط الأمريكي قد ظل ثابتا ، بينما خفض معظم المنتجين من دول الأوبك انتاجهم خلال الأشهر القليلة الماضية .وقد كان الانتاج الأمريكي وانتاج دول الأوبك في الماضي، مسئولا عن معظم الزيادة في المعروض النفطي العالمي. على سبيل المثال، فقد شهدت أمريكا عرضا اضافيا بلغ حجمه 2.5 مليون برميل في اليوم خلال الفترة من 2013 الى 2016، بينما زادت دول الأوبك انتاجها بمقدار 2.4 مليون برميل في اليوم خلال الفترة ذاتها (الشكل 4). ومع ذلك ، فإننا نعتقد أن حالة الطلب من المحتمل أن تتحسن مع استمرار تحسن الناتج المحلي الاجمالي العالمي. وفي سياق متصل، فقد ارتفع مؤشر مديري المشتريات لنشاط التصنيع العالمي الصادر عن جي بي مورغان، الى 53 نقطة في مارس (الشكل 2). وبناء عليه، فربما تعكس أسعار النفط بعض انخفاضاتها فور ارتفاع مستويات الطلب. ونتيجة لذلك، فإننا نعتقد أن المخاوف الأخيرة بشأن مستويات المخزون المرتفعة ، ربما تنخفض تدريجيا نظرا لأن الأشهر الأخيرة قد شهدت طلبا ثابتا ، وهو موسمي في طبيعته (الشكل 3).

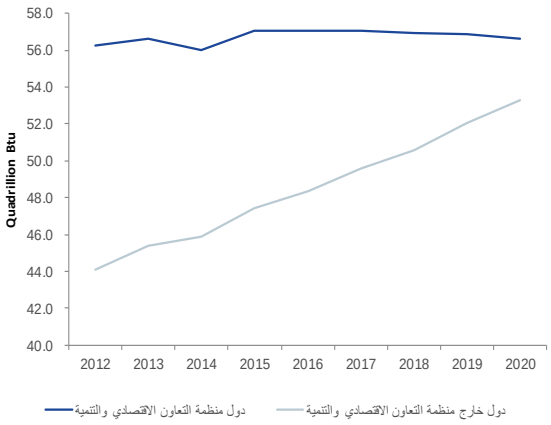
الشكل 4: الزيادة في العرض العالمي من النفط. (2013-2016).



المصدر: وكالة معلومات الطاقة، الراجحي المالية

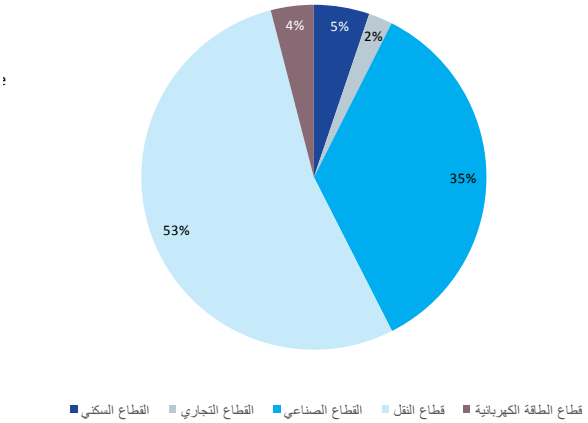
قطاع النقل لا يزال يمثل معظم الطلب العالمي على النفط : بينما هناك العديد من القطاعات التي تسهم بشكل مباشر في الطلب العالمي على النفط ، فان قطاع النقل يظل هو المستهلك الأكبر للنفط العالمي اذ يبلغ حجم الطلب لهذا القطاع 49 مليون برميل في اليوم تقريبا ، ويمثل ذلك أكثر من 50% من اجمالي الطلب العالمي على النفط الخام في 2016 (الشكل 6) ، يليه القطاع الصناعي (35% تقريبا).ووفقا للتوقعات المستقبلية لوكالة معلومات الطاقة حول الطاقة العالمية ،فقد نما الطلب على النفط في قطاع النقل بمعدل نمو سنوي مركب بلغ 1.5% خلال الفترة 2016- 2020 ، ومن المحتمل أن يزداد أكثر بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 1.1% ، خلال الفترة 2016-2020، مدفوعا بالطلب المرتفع من دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (الشكل 5) نظرا لزيادة استخدام سيارات الركاب وسيارات النقل الثقيلة.

الشكل 5: الطلب على النفط من قطاع النقل حسب المناطق



المصدر: وكالة معلومات الطاقة تقرير الطاقة الدولي، الراجحي المالية

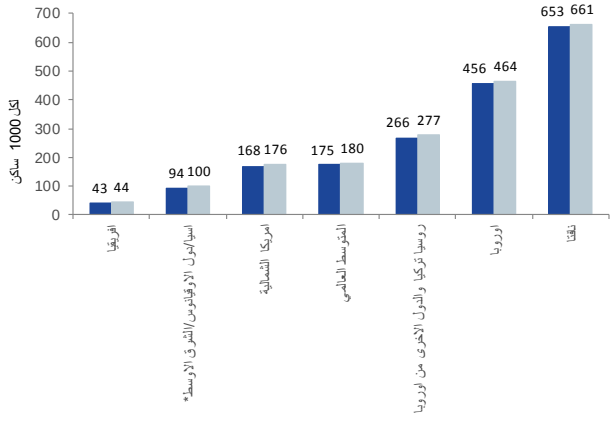
الشكل 6: الطلب العالمي للنفط حسب القطاعات (تقديري) ، 2016



المصدر: وكالة معلومات الطاقة تقرير الطاقة الدولي، الراجحي المالية

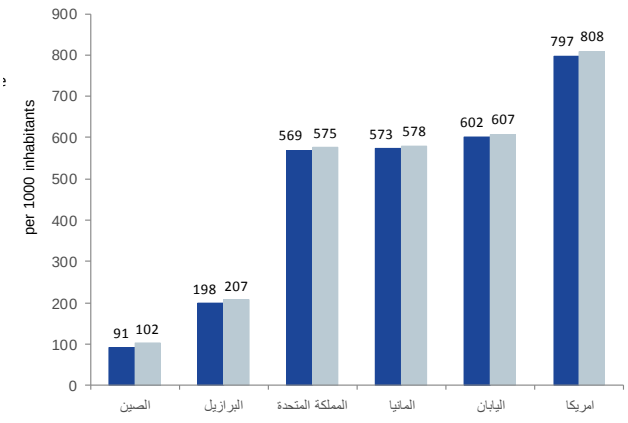
معدلات نمو أعداد السيارات في مناطق الدول الناشئة في اسيا ، لا تزال منخفضة : وفقا للمنظمة العالمية لصناعة السيارات OICA ، تعتبر مناطق الدول الناشئة، من بين أسواق السيارات الأسرع نموا بمتوسط معدل عدد سيارات بالنسبة لعدد السكان يبلغ 100 سيارة لكل 1000 من السكان كما في 2014 (الشكل 7) ، وهو معدل يظل منخفضا مقارنة بالأسواق المتقدمة الأخرى ، مما يعكس امكانات النمو المحتملة القوية لقطاع السيارات. وتمثل القارة الاسيوية ما يربو على 50% من سكان العالم وتشكل دولتا الصين والهند أكثر الدول اكتظاظا بالسكان في العالم. وبينما يشير المعدل المرتفع لعدد السيارات بالنسبة لعدد السكان في الدول المتقدمة ، الى امكانية نمو محدودة في هذه المناطق ، فان بعض الدول مثل الصين ، الهند والبرازيل ، التي لا تزال فيها نسبة عدد سيارات لعدد السكان منخفضة ، توفر فرص نمو مذهلة .ونظرا لتزايد عدد السكان وتحسن المناخ الاقتصادي ، وخاصة متوسط دخل الفرد ، فان نسبة عدد السيارات لعدد السكان في القارة الاسيوية ، من المحتمل أن تستمر في الارتفاع خلال السنوات القادمة، مما يشير الى توفر امكانات نمو قوية لقطاع السيارات، ومن شأن ذلك أن يعزز الطلب على النفط.

شكل 7: نسب عدد السيارات للسكان حسب المناطق ، 2014



المصدر: المنظمة العالمية لصناعة السيارات ، الراجحي المالية

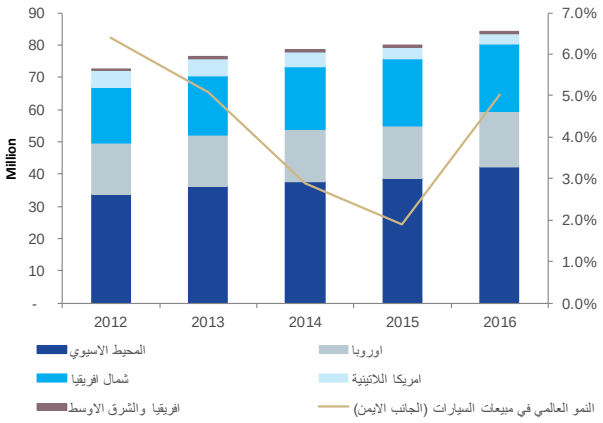
شكل 8: نسب عدد السيارات للسكان حسب الدول الرئيسية ، 2014



المصدر: المنظمة العالمية لصناعة السيارات ، الراجحي المالية

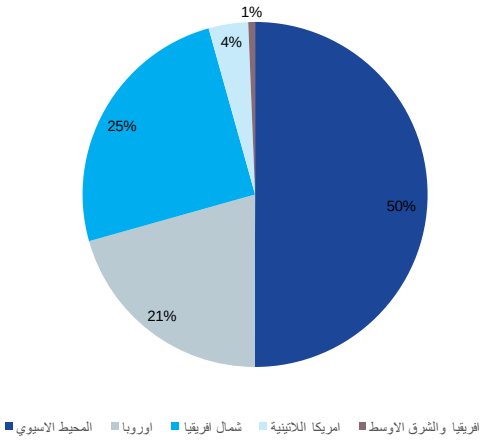
الأسواق الناشئة لا تزال هي المحركة لمبيعات السيارات: لقد نمت مبيعات السيارات العالمية الجديدة بمعدل نمو سنوي مركب بلغ 3.7% خلال الفترة 2012- 2016 .وكان العامل المحرك للطلب على السيارات الجديدة هو الأسواق الناشئة، التي تشهد حاليا معدلات تمدن مضطردة ، وارتفاع في مستويات متوسط دخل الفرد وتحسن في البنيات الأساسية. وفي عام 2016 ، ارتفع اجمالي مبيعات السيارات الجديدة ، بنسبة 5% على أساس سنوي ليصل الى 84 مليون وحدة ، ومن اجمالي ذلك العدد ، استأثرت منطقة اسيا الباسيفيكية بنصف هذه الزيادة. وقد ظلت الصين ، التي تشكل وحدها حوالي ثلث مبيعات السيارات العالمية ، وأكثر من 60% من اجمالي مبيعات السيارات في اسيا ، تشهد طلبا قويا للسيارات ، نما بمعدل نمو سنوي مركب بلغ 9.7% خلال الفترة 2012-2016 .ورغما عن تباطؤ الناتج المحلي الاجمالي لهذه البلاد ، فإننا نعتقد أن الصين سوف تستمر تشهد طلبا قويا في المستقبل ، نظرا لانخفاض نسبة عدد السيارات لعدد السكان فيها. وفي سياق متصل ، فقد نما الطلب على السيارات في بعض الدول مثل ايطاليا واسبانيا ، بمعدل نمو سنوي مركب بلغ 6.7% و 13.2% خلال الفترة 2012-2016.ولكن ، بالمقارنة بالمتوسط العالمي الذي يبلغ 180 سيارة لكل 1000 من السكان ، فان نسبة تملك السيارات لا تزال ضعيفة في الدول النامية. فدولة الصين التي أضافت 28 مليون سيارة في 2016 ، تبلغ فيها نسبة اقتناء السيارات 100 سيارة فقط لكل 1000 من السكان، مقارنة ب 800 سيارة في الولايات المتحدة الأمريكية. وبناء عليه، فإننا نعتقد أن هناك مجالا لنمو مستمر في الطلب على السيارات، وبخاصة في المنطقتين الاسيوية والأفريقية.

شكل 9 : مبيعات السيارات في العالم حسب المناطق



المصدر: منظمة صناعة السيارات ، الحكومات، بلومبرج ، الراجحي المالية

شكل 10: التوزيع الجغرافي لمبيعات السيارات في العالم في 2016



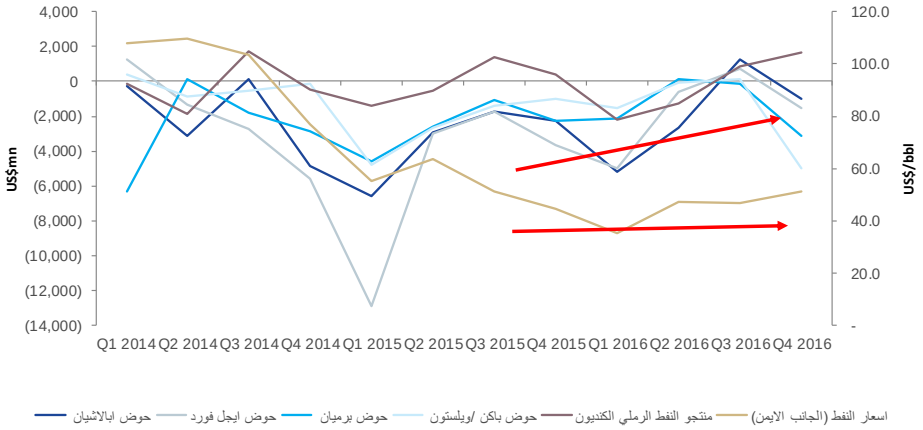
المصدر: منظمة صناعة السيارات الحكومات، بلومبرج ، الراجحي المالية

مخاطر تجاوز العرض للطلب لا تزال قائمة ، ولكن تمديد أوبك لاتفاق خفض الانتاج يظل يمثل العامل الرئيسي: يمكن أن يتجدد التفاؤل عندما يرتفع الطلب وتضيق الفجوة الشهرية بين العرض-الطلب. بيد أن ذلك يعتمد على افتراض أن انتاج النفط في الولايات المتحدة الأمريكية سيظل مستقرا وأن منظمة الأوبك ستمدد اتفاقها لخفض الانتاج بعد فترة الستة شهور الابتدائية المقترحة التي بدأت في شهر يناير. وبالنظر الى جانب المخاطر للمعروض النفطي من دول الأوبك، فان الطاقة الانتاجية لدول هذه المنظمة تبلغ حوالي 35.6 مليون برميل في اليوم ، غير أن انتاج النفط الخام الحالي يبلغ 32 مليون برميل في اليوم تقريبا ، نتيجة لاتفاق أوبك. إننا نعتقد أن تمديد اتفاق الأوبك ، يمكن أن يكون هاما لتحقيق انتعاش مستدام في سعر النفط.

مخاطر أقل من جانب العرض المترتب من انتاج النفط الصخري: وفقا لوكالة معلومات الطاقة الأمريكية ، فمن المحتمل أن يرتفع انتاج النفط الأمريكي بدرجة كبيرة ، من 14.8 مليون برميل في اليوم في 2016 الى 15.4 مليون برميل في اليوم في 2017. وبينما نتوقع أن يستمر انتاج النفط من حوض برميان Permian basin (أهم حقول النفط الأمريكية) في الزيادة بسبب العوامل الاقتصادية المواتية جدا عند مستوى الأسعار الحالية ، فان سعر التعادل المرتفع عند مستوى التدفق النقدي لبعض المناطق الأخرى ، ربما يحد من النمو الكلي في انتاج النفط الأمريكي في المستقبل.

لقد ظلت التدفقات النقدية لمنتجي النفط غير التقليديين في الماضي ، متذبذبة في معظمها خلال فترة أسعار النفط الضعيفة ، ولكنها ارتفعت تبعا لارتفاع أسعار النفط. وقد تحسن وضع التدفق النقدي لمعظم المنتجين ، وبخاصة منتجي النفط الرملي oil sand الكنديين ، بشكل عام في 2016 مقارنة بمستوياته للربع الأول 2015، مدعوما بارتفاع أسعار النفط وبيع الأصول غير الرئيسية من قبل المنتجين ، مما ساعد في تحسين تدفقاتهم النقدية من الأصول الرئيسية وخفض سعر التعادل عند مستوى التدفق النقدي. ومع ذلك ، ورغما عن هذا الارتفاع في أسعار النفط ، فان المنتجين الأمريكيين غير التقليديين ، لا يزالون يحققون تدفقات نقدية سلبية عند مستوى السعر الحالي. ومع انخفاض عدد منصات الحفر والأصول المعروضة للبيع ، فربما لا تكون هناك أصول كافية للبيع ، ومن شأن ذلك أن يرفع سعر التعادل للنفط وبالتالي ربما يحد من انتاج النفط الكلي الأمريكي في المستقبل ، الا اذا سجلت أسعار النفط الخام مزيدا من الارتفاع. وبناء عليه ، فإننا نتوقع أن يظل انتاج النفط الخام الأمريكي بشكل عام ، في حالة ركود في المدبين القريب الى المتوسط، ، رغما عن أننا ربما نشهد ارتفاعا في الانتاج من حوض برميان نظرا لانخفاض سعر التعادل عند مستوى التدفق النقدي. علاوة على ذلك ، فقد ظل انتاج النفط الرملي الكندي بدون تغيير تقريبا خلال الأشهر القليلة الماضية رغما عن تزايد نشاطات الحفر في ظل انتعاش أسعار النفط. إننا نتوقع أن يظل انتاج النفط الرملي الكندي بدون تغيير تقريبا خلال هذا العام حتى موعد بداية مشروع فورت هيلز Fort Hills للنفط الرملي في أواخر هذا العام ، بطاقة انتاجية مجدولة تبلغ 194 ألف برميل في اليوم (يستهدف تحقيق 90% من هذه الطاقة الانتاجية بحلول 2018)

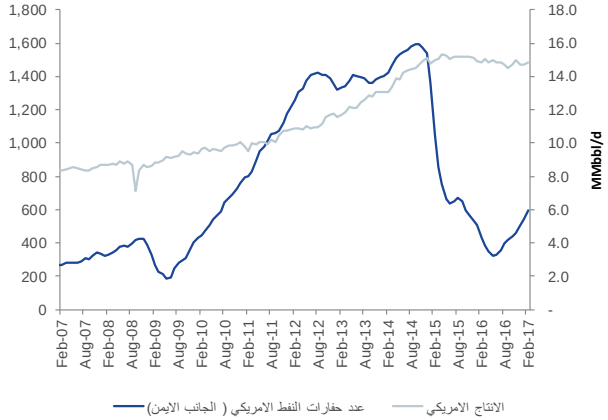
شكل 11: اتجاه التدفق النقدي الحر* مقارنة بسعر النفط



المصدر: بيانات الشركة، بلومبرج، الراجحي المالية. *اعتمدنا التدفق النقدي الحر بناء على حجم عينتنا المختارة من اكبر المنتجين في كل منطقة.

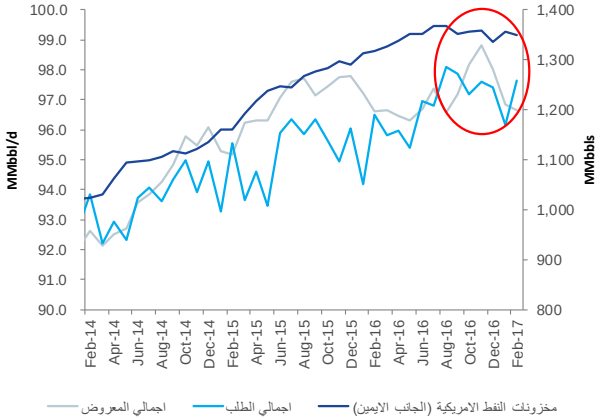
طريقة حساب سعر التعادل للنفط : يختلف سعر التعادل للنفط بشكل عام من تكوين نفطي الى تكوين نفطي اخر ، ومن بئر نفطية الى بئر نفطية أخرى ، وكذلك من منتج الى منتج اخر ، ويعزى ذلك الى اختلاف اقتصاديات الابار وأساليب الحفر وعمق التكوينات النفطية. وبعبارة مبسطة ، فان سعر التعادل للنفط يعتمد على تكلفة حفر واكمال البئر النفطية (D&C)وعلى الكمية التي يمكن استخلاصها في نهاية المطاف من بئر واحدة. وبما أن كمية النفط المنتجة من البئر ، تختلف بشكل كبير اعتمادا على تقنية الحفر المستخدمة في البئر ، وجيولوجيا البئر وعمقها ، فإننا نرى عموما أسعار تعادل مختلفة في نفس مجموعة حقول الزيت الحجري shale oil play .وبينما نبحث عن طريقة مختلفة لحساب سعر التعادل المطلوب لمنتجي النفط الرئيسيين ، فقد استنتجنا سعر التعادل للمنتجين غير التقليديين ، على أساس نقدي .فقد قمنا بتحليل التدفق النقدي التشغيلي المحقق من قبل هؤلاء المنتجين وفقا لأنظمة أسعار نفط مختلفة ومن ثم استخرجنا الحد الأدنى للسعر المطلوب لتغطية الانفاق على أساس البيانات التاريخية المتوفرة.

الشكل 12: عدد منصات الحفر الأمريكية للنفط الصخري ، وانتاج النفط*



المصدر: بيكر هيوز، وكالة معلومات الطاقة، الراجحي المالية. *بما في ذلك النفط الخام والمكثفات الأخرى

الشكل 13: الطلب، العرض العالمي للنفط* واتجاه مخزون النفط الأمريكي

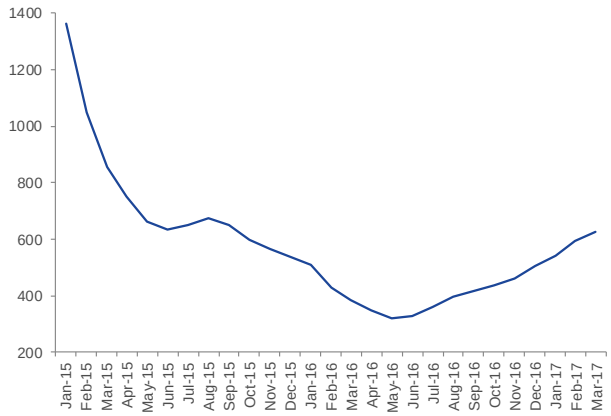


المصدر: بيكر هيوز، وكالة معلومات الطاقة، الراجحي المالية. *بما في ذلك النفط الخام والمكثفات الأخرى

منتجو حوض برميان يمثلون الجزء الأكبر من نمو الانتاج الأمريكي : لقد شهدت مناطق انتاج النفط الصخري في الولايات المتحدة الأمريكية ، تباطؤا في الانتاج خلال السنوات القليلة الماضية، ويعزى ذلك الى ارتفاع أسعار التعادل للنفط في ظل انخفاض الأسعار. بيد أن الانتاج في منطقة حوض برميان الذي يشكل ما يربو على 40% من انتاج الزيت الصخري الأمريكي، ظل يتزايد خلال السنوات القليلة الماضية ويعزى ذلك الى الظروف الاقتصادية المواتية للآبار، مثل أسعار التعادل المنخفضة ، وارتفاع مستويات كفاءة الانتاج وطبيعتها الجيولوجية الفريدة، مما يوفر دعما قويا لقطاع النفط الأمريكي ككل. وبينما نتوقع أنه لا يزال بمقدور منتجي حوض برميان التغلب على أي انخفاض اضافي في سعر النفط نظرا لانخفاض مستوى سعر التعادل ، فقد ظل المنتجون في المناطق الأخرى، تحت الضغوط بسبب ارتفاع سعر التعادل للنفط، مما يحد من النمو الكلي في انتاج النفط الصخري الأمريكي.

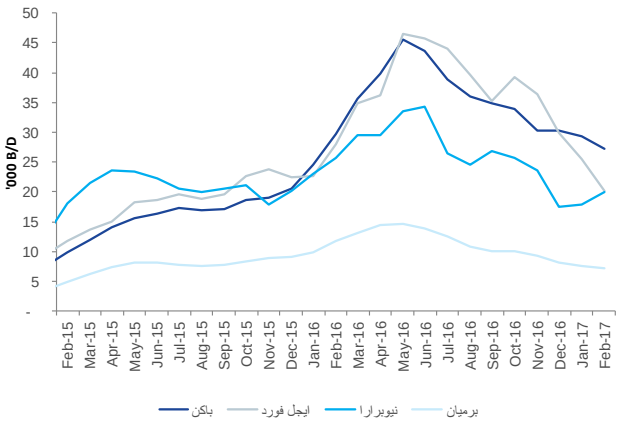
ارتفاع عدد منصات الحفر الأمريكية ولكن متوسط الانتاج للمنصة الواحدة يشهد انخفاضا : لقد أجبرت أسعار النفط المنخفضة ، منتجي النفط الصخري الأمريكيين على خفض الانفاق على عملياتهم وبيع الأصول غير الأساسية ، مما أدى الى انخفاض حاد في عدد منصات الحفر الأمريكية ، لتصل الى 320 في مايو 2016 (الشكل 14)، مسجلة بذلك أدنى مستوى لها منذ أكتوبر 2009.وفي حين ارتفعت نشاطات الحفر في أمريكا من مستوياتها المنخفضة التي كانت عليها في النصف الثاني من 2016 واستمرت في التحسن في 2017، فقد ظل انتاج النفط الأمريكي ثابتا بدون تغيير ، مما يشير الى عدم استعداد المنتجين في البدء في الانتاج من الابار التي تم حفرها بالفعل في مستوى الأسعار الحالي. ويتضح ذلك أيضا من اتجاه انخفاض الانتاج لمنصة الحفر الواحدة حسب ما هو موضح في الشكل 15.

شكل 14: ارتفاع عدد منصات الحفر في أمريكا ...



المصدر: بيكر هيوز، الراجحي المالية.

شكل15: ...ولكن اجمالي الانتاج للمنصة الواحدة في انخفاض



المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

ما هو مستوى التزام دول الأوبك بخفض الانتاج حتى الان ؟ بعد أسابيع من حالة الشكوك والمفاوضات ، فقد اتفقت الدول الأعضاء في أوبك على خفض انتاجها بمقدار حوالي 1.2 مليون برميل في اليوم ليصل سقف انتاجها الى 32.5 مليون برميل في اليوم ، ابتداء من الأول من يناير 2017 على أن يسري ذلك لمدة ستة أشهر ، قابلة للتمديد لستة شهور أخرى ، بعد تقييم ظروف السوق. وقد تم التوصل لهذه الاتفاقية عقب الوصول الى تفاهم مع الدول الرئيسية غير الأعضاء في أوبك فحواه أنها سوف تسهم في خفض الانتاج بخفض انتاجها بمقدار 0.6 مليون برميل في اليوم، مما رفع اجمالي خفض الانتاج الى 1.8 مليون برميل في اليوم. وتعتبر هذه هي المرة الأولى خلال الثماني سنوات الأخيرة التي تعلن فيها منظمة الأوبك خفضا في انتاجها النفطي. بيد أن مقارنة حصص الانتاج وبيانات الانتاج الفعلي للدول التي تتوفر عنها بيانات ، تكشف لنا أن سقوف حصص الانتاج المقررة ، لم يتم الالتزام بها بصورة صارمة دائما في الماضي وكان العبء الأكبر يقع في معظمه على كاهل المملكة العربية السعودية.

شكل 16: انتاج أوبك من النفط الخام (مليون برميل في اليوم)

	معروض يناير 17	معروض فبراير 17	خط اساس المعروض*	الخفض المتفق عليه	الخفض الفعلي **	الالتزام في يناير
الجزائر	1.05	1.05	1.09	(0.05)	(0.04)	78%
انغولا	1.64	1.66	1.75	(0.08)	(0.09)	142%
الاكوادور	0.53	0.53	0.55	(0.03)	(0.02)	88%
الغابون	0.20	0.20	0.20	(0.01)	0.00	22%
ايران	3.75	3.82	3.71	0.09	0.11	NA
العراق	4.45	4.40	4.56	(0.21)	(0.16)	53%
الكويت	2.71	2.71	2.84	(0.13)	(0.13)	98%
قطر	0.61	0.61	0.65	(0.03)	(0.04)	127%
السعودية	9.80	9.98	10.54	(0.49)	(0.56)	153%
الامارات	2.96	2.90	3.01	(0.14)	(0.11)	38%
فنزويلا	2.05	2.05	2.07	(0.10)	(0.02)	18%
مجموع اوبك (11)	**29.75**	**29.91**	**30.97**	**(1.16)**	**(1.06)**	**105%**
ليبيا^	0.69	0.67				
نيجيريا^	1.40	1.43				
مجموع اوبك	**31.84**	**32.01**				

المصدر: وكالة معلومات الطاقة ، الراجحي المالية. * اعتمادا على المصادر الثانوية لاوبك في اكتوبر 2016، ** من خط اساس المعروض لاوبك. ^ ليبيا ونيجريا تم استثنائهم من الخفض.

أما في هذه المرة ، فيبدو أن الأمر مختلف ، اذ التزمت الدول بالفعل بقرار الأوبك. ووفقا للتقرير الشهري عن النفط الصادر عن وكالة معلومات الطاقة ، فقد التزمت معظم دول الأوبك بخفض الانتاج بنسبة وصلت الى 98% من الخفض المقترح في معروضها النفطي ، كما يوضح ذلك الشكل 16.

مستوى التزام الدول غير الأعضاء في أوبك لا يزال منخفضا ولكن من المرجح أن يتحسن : بينما التزمت معظم دول الأوبك باتفاقية خفض الانتاج ، فقد كشفت البيانات الأولية لوكالة معلومات الطاقة (قابلة للتعديل) ، أن مستوى الالتزام لأحدى عشرة دولة من الدول المنتجة غير الأعضاء في أوبك ، قد ظل منخفضا عند مستوى 37% من حصة الخفض المقررة لها (الشكل 17).وقد استمرت بعض الدول مثل أذربيجان والمكسيك وسلطنة عمان ، في الحد من انتاجها النفطي. غير أن روسيا ، التي تشكل نسبة 54% من خفض الانتاج المتفق عليه من قبل 11 دولة خارج الأوبك ، لا تزال تنتج أكثر من الحصة التي التزمت بها. ورغما عن ذلك ، فان المسئولين الروس قد أعلنوا أن بلادهم سوف تخفض انتاجها بمقدار 0.3 مليون برميل في اليوم بصورة تدريجية بحلول نهاية يونيو ، مما يشير الى أنه من الممكن أن تشهد الشهور القادمة ، مزيدا من الانتاج. ان أي خفض كبير في الانتاج من الدول المنتجة خارج منظمة الأوبك ، بقيادة روسيا ، من شأنه أن يساعد في كبح تخمة المعروض النفطي العالمي ودعم أسعار النفط.

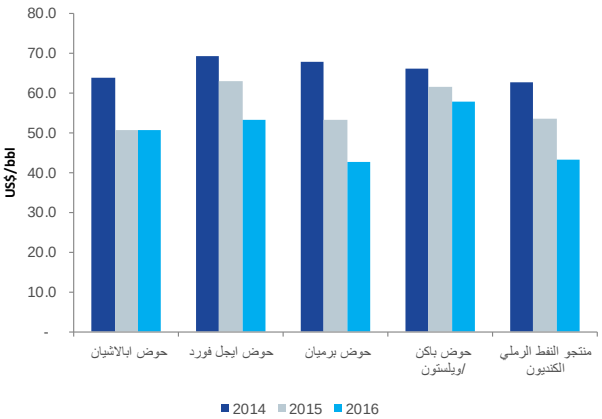
شكل 17: انتاج الدول غير الأعضاء في أوبك من النفط الخام (مليون برميل في اليوم)

	معروض يناير 17	معروض فبراير 17**	خط اساس المعروض*	الخفض المتفق عليه	الخفض الفعلي ^	الالتزام في يناير	الالتزام في فبراير	متوسط الالتزام في 2017
اذربيجان	0.80	0.79	0.82	(0.04)	(0.03)	34%	78%	56%
كازاخستان	1.76	1.80	1.72	(0.02)	0.08	-199%	-389%	-294%
المكسيك	2.32	2.31	2.40	(0.10)	(0.09)	73%	90%	82%
عمان	0.97	0.97	1.02	(0.05)	(0.05)	103%	105%	104%
روسيا	11.48	11.48	11.60	(0.30)	(0.12)	39%	40%	40%
اخرين***	1.47	1.50	1.49	(0.06)	0.01	31%	-23%	4%
الاجمالي	**18.82**	**18.85**	**19.04**	**(0.56)**	**(0.19)**	**40%**	**34%**	**37%**

المصدر: وكالة معلومات الطاقة ، الراجحي المالية.

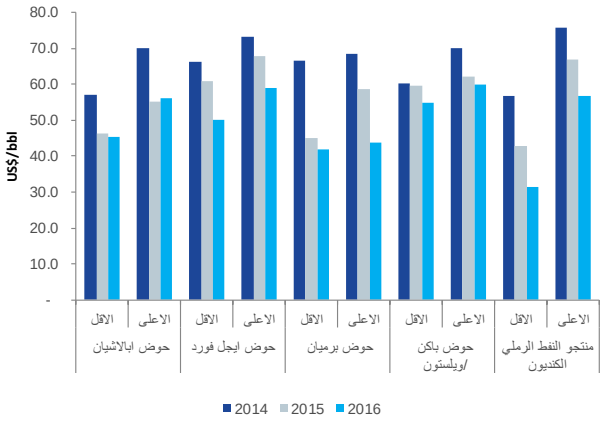
ما هو العامل الذي يمكن أن يكون داعما لسعر النفط في المدى البعيد ؟ يمكن أن تعتمد أسعار النفط الخام في المدى البعيد ، على سعر التعادل للنفط لمنتجي النفط الحديين marginal cost producers .وفي التحليل الذي أجريناه ، قمنا بحساب سعر التعادل لمنتجي النفط الصخري الأمريكي ومنتجي النفط الرملي الكندي ، على أساس نقدي .وقد لاحظنا أن سعر التعادل لحقول النفط الأمريكية الرئيسية ، يختلف اختلافا كبيرا اذ يتراوح بين 42 دولارا و 60 دولارا تقريبا للبرميل (الشكل 21) وقد برز حوض برميان (في نطاق 42- 44 دولارا للبرميل) كمنطقة ذات تكلفة منخفضة ، بينما كانت منطقة حوض باكن /ويلستون (55-60 دولارا للبرميل) ، تمثل واحدة من مناطق انتاج النفط الأكثر تكلفة في الولايات المتحدة الأمريكية. من جانب اخر ، فان سعر التعادل لمنتجي النفط الرملي الكندي ، يتذبذب في نطاق 32-57 دولارا للبرميل. وقد ظل سعر التعادل لمجموعة حقول النفط الأمريكية ، ومنتجي النفط الرملي ، يتجه الى الانخفاض خلال السنوات القليلة الماضية ، وكان ذلك يعزى بدرجة كبيرة الى انخفاض تكاليف الابار ، بينما لا يزال السعر الحالي دون السعر المطلوب لعدد قليل من المنتجين ، وبصفة خاصة في منطقة أحواض ويلستون ، وايجل فورد. ان هذا يعزز وجهة نظرنا القائلة بأنه بينما ربما تستمر التقلبات في المدى القريب ، فان الأسعار المطلوبة للمدى البعيد ، أعلى كثيرا من التقديرات.

شكل 18: متوسط سعر التعادل للنفط على أساس نقدي



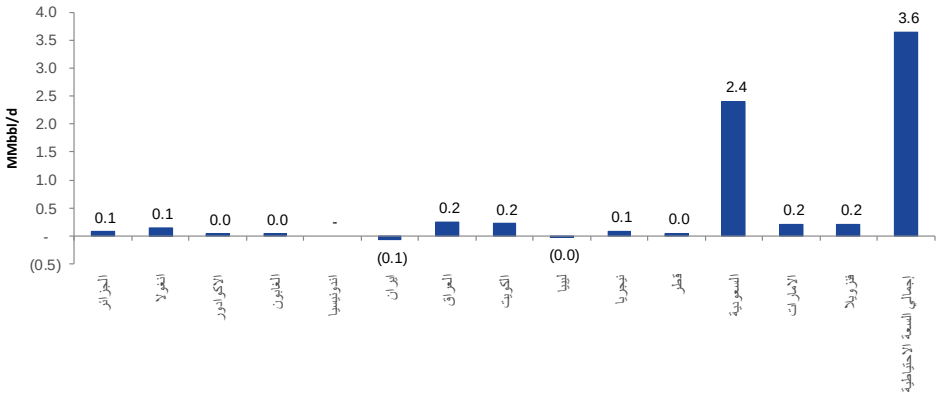
المصدر: بيانات الشركة، بلومبرج، الراجحي المالية.

شكل 19: نطاق سعر التعادل المطلوب للنفط على أساس نقدي



المصدر: بيانات الشركة، بلومبرج، الراجحي المالية.

شكل 20: الطاقة النفطية الاحتياطية لدول منظمة الأوبك



المصدر: وكالة معلومات الطاقة، الوكالة الدولية للطاقة، الراجحي المالية.

مخاطر جانب الطلب

لقد أوضح تحليلنا أن المخاطر الرئيسية في جانب الطلب ، هي كما يلي :

أ) كانت الدول الاسيوية ، وخاصة الصين ، هي المحركة للطلب في الماضي ، بينما ظل الطلب من معظم الدول المتقدمة مستقرا بشكل عام. وعليه ، فمع تراجع الناتج المحلي الاجمالي للصين نسبيا (لا يزال جيدا) ، فمن الممكن أن يكون الطلب أضعف بدرجة طفيفة مما كان عليه سابقا مع محاولة البلاد للتحول من اقتصاد يقوده التصنيع/الصناعة ، الى اقتصاد قائم على الاستهلاك.

ب) هناك أيضا مخاطر غير تقليدية في جانب العرض ، وخاصة من جانب ما يعرف بالتيارات الشمسية solar wind..الخ، التي يمكن أن تحل محل الطلب على النفط.

التأثير على الايرادات الحكومية السعودية : وفقا لميزانية حكومة المملكة العربية السعودية لعام 2017 ، فان الحكومة تتوقع ايرادات تبلغ 692 مليار ريال ، ومن اجمالي هذا المبلغ يتوقع أن تبلغ الايرادات النفطية 480 مليار ريال .واذا افترضنا أن المملكة تنتج 10.06 مليون برميل في اليوم ، وهو رقم يتوافق مع اتفاق الأوبك لخفض الانتاج الذي تم في نهاية 2016، وافترضنا نسبة صادرات الى الانتاج مماثلة لما كانت عليه في 2016، فإننا نجد أن تقديرات الحكومة السعودية لسعر برميل النفط تبلغ 50.3 دولار للبرميل. إننا نعتقد أن ذلك من المرجح أن يكون معقولا اذا أخذنا في الاعتبار أن متوسط سعر برميل النفط للعام حتى تاريخه ، قد بلغ 52 دولارا لخام برنت.

خاتمة

1) ان الفائض الذي حدث مؤخرا في المعروض النفطي ، يمكن أن يعزى للطلب الموسمي ، وعليه فان الأسعار يمكن أن ترتفع في المدى القريب عندما يرتفع الطلب.

2) اننا نعتقد أن هناك مخاطر تتعلق بجانب العرض في المدى المتوسط ، وبناء عليه ، فاذا لم تقم أوبك بتمديد اتفاقية خفض الانتاج ، فان الأسعار ربما تشهد انخفاضا.

3) رغما عن أن منتجي النفط الصخري في أمريكا ، قد بدأوا يشهدون تحسنا عاما في أوضاع تدفقاتهم النقدية نتيجة لانتعاش أسعار النفط وبيع الأصول غير الأساسية ، فاننا نتوقع أن ينخفض انتاج النفط الصخري أو يظل ثابتا بسبب سعر التعادل النفطي المطلوب المرتفع.

4) الطلب على السيارات الجديدة يتوقع أن يستمر في الازدياد في السنوات القادمة، بقيادة دول قارة اسيا نتيجة للزيادة في عدد السكان وتحسن البيئة الاقتصادية والبنية التحتية الأفضل ، مما يشير الى وجود امكانات قوية للنمو لقطاع السيارات ، وبالتالي تعزيز الطلب على النفط.

الإخلاء من المسئولية والإفصاح عن معلومات إضافية لأغراض أبحاث الأسهم

خلاء من المسئولية

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 وآراء ، 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 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 الوارد 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 المسئولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محللي 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 بأداء 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 استنساخ 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 أو 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 بأحكام الشريعة الإسلامية :

"زيادة المراكز" Overweight: سعرنا المستهدف يزيد على 10٪ فوق السعر الحالي للسهم ، ونتوقع أن يصل سعر السهم للمستوى المستهدف خلال أفق 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 شهرا.

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

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطابقا للقيمة العادلة المقدرة للسهم المعني ، ولكن قد لا يكون بالضرورة مماثلا 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: 9449 211 966+
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