



وجهة نظرنا

السهم	التصنيف	الأسعار المستهدفة
الاتصالات السعودية المحافظة على المراكز		80.0 ريال
موبايلي	المحافظة على المراكز	17.5 ريال
زين	المحافظة على المراكز	6.8 ريال

قطاع الاتصالات السعودي

الاستنتاجات الرئيسية من نتائج الربع الثالث 2018.

حققت شركات الاتصالات السعودية نموا جيدا في الإيرادات والربح الاجمالي للربع الثالث كانت أفضل من التوقعات رغما عن انخفاض عدد السكان الأجنبي، وعدم حدوث ارتفاع كبير في أسعار البيانات، بالإضافة الى الارتفاع المحتمل في مكالمات الواتساب الصوتية والمرئية. وقد أسهمت مجموعة من العوامل في تحقيق أرقام أفضل شملت (1) المستوى الجيد لمبيعات الأجهزة ( يتوافق ذلك مع التعليق على مبيعات الإلكترونيات من قبل ادارتي جرير وأكسترا). (2) الارتفاع بأعلى من التوقعات في عدد القادمين للحج والعمرة بدعم كبير من موسم الحج ( 1.76 مليون من خارج المملكة في التسعة أشهر الأولى من 2018، مقارنة بنفس العدد لعام 2017 بكامله)، (3) المساهمة من العقود المرتبطة بالحكومة/ عقود الشركات. وقد أعلنت شركات الاتصالات الثلاث جميعها، عن تحقيق هوامش ربح قبل خصم الفائدة جيدة (36-39%). ولكن عند الفاء نظرة عن EBITDA margins والضرائب والاستهلاك والاطفاء كثن على تشكيلة الإيرادات، سوف نجد أن انفاق المستهلكين على خدمات الاتصالات الرئيسية قد انخفض حتى خلال هذا الربع لشركتي الاتصالات السعودية وموبايلي. وبالنسبة لشركة زين، فقد كان أداءها جيدا رغما عن أنها ربما تكون قد استفادت من حملات الترويج والتخفيضات الكبيرة لمبيعات أجهزة الهاتف وجزئيا من تطبيق المعيار المحاسبي الدولي رقم 15. واجمالا، فبينما كانت هناك عوامل ايجابية ( عدم الرعية في الدخول في منافسة في الأسعار مرة أخرى، والاتجاهات الواضحة في الاستقرار في الإيرادات الرئيسية)، فإن الأداء الكلي يبدو متوافقا مع التوقعات. وليس هناك تغيرات في وجهات نظرنا تجاه القطاع من ناحية الاستثمار. وتبلغ أسعارنا المستهدفة لأسهم الشركات الثلاث : 80 ريال للسهم / تصنيف محايد متضمنا التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها ( للاتصالات السعودية، بارتفاع من 78.5 ريال)، 17.5 ريال للسهم/ تصنيف محايد متضمنا التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها ( لشركة موبايلي، السعر لم يتغير) و 6.8 ريال للسهم/ تصنيف محايد متضمنا التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها ( لشركة زين، بارتفاع من 6.6 ريال

شركة الاتصالات السعودية:

- ارتفعت إيرادات شركة الاتصالات السعودية بنسبة 5.6% على أساس سنوي مقارنة بنمو إيرادات موبايلي بنسبة 6% وشركة زين بنسبة 8%. وقد أعلنت الشركة عن نمو في خدمة نقل البيانات في المملكة العربية السعودية بنسبة 34% على أساس سنوي في الربع الثالث 2018 مما يلقي الضوء على تزايد حركة نقل البيانات في الشبكة ويعزى ذلك الى موسم الحج. بيد أن الداعم الرئيسي لنمو الإيرادات، كان هو الارتفاع في العمليات المرتبطة بالحكومة التي تضاعفت من 961 مليون ريال في الربع الثالث 2017 الى 1.82 مليار في الربع الثالث 2018، وبدون هذه العمليات لكانت الإيرادات قد انخفضت بنسبة 1.3% على أساس سنوي.
- ان انخفاض الذمم المدينة على أساس ربعي رغما عن الارتفاع في الإيرادات الحكومية، يشير ضمنا الى أنه يمكن أن يكون قد تم تسديد بعض الأموال النقدية لتسوية الذمم المدينة.
- اتجاه EBITDA لم يكن على نحو متساو في الماضي نظرا لأن جزءا من تكاليف التشغيل لا تزال متذبذبة. وبناء عليه، فقد اعتمدنا على مستويات متوسط EBITDA الربعي، الذي بلغ حوالي 4.75 مليار ريال خلال ال 12 شهرا السابقة للربع الثالث. وعند مستوى 5.1 مليار ريال، فقد كانت قيمة EBITDA أعلى من التوقعات اذ نمت بنسبة 8% على أساس سنوي. وكان هذا الارتفاع مدعوما أيضا بالمعاملات المرتبطة بالحكومة اذ أن المصروفات المرتبطة بالحكومة/ العقود ذات العلاقة بالجهات الحكومية ، قد ارتفعت بمبلغ صغير مقارنة بالإيرادات.
- ان تقدير المصروفات دون خط EBITDA يعتبر أمرا صعبا نظرا للافتقار الى الكثير من المعلومات حول التقاعد المبكر ( بند رئيسي) والمصروفات المتنوعة، وهو أمر يفسر اعتمادنا على مؤشر قيمة الشركة/ EBITDA لإجراء التقييم النسبي. وفي الربع الثالث، ارتفعت المصروفات الأخرى الى 291 مليون ريال ( مقابل 107 مليون ريال في الربع الثالث 2017)، ويعزى ذلك بدرجة كبيرة الى التكاليف المرتفعة لبرنامج التقاعد المبكر وتسبب تكلفة التمويل في خفض تقديرات EBITDA.



• نتيجة لذلك، رغمًا عن تجاوز EBITDA للتقديرات، فقد جاء صافي ربح الاتصالات السعودية، الذي بلغ 2,643 مليون ريال (+2.9% على أساس سنوي)، متوافقًا مع تقديراتنا ومع متوسط تقديرات المحللين التي بلغت 2,600 مليون ريال و 2,504 مليون ريال، على التوالي. ورغمًا عن أن النتائج كانت أفضل من التوقعات، فقد كانت اتجاهات مصروفات الاتصالات الرئيسية، تشير إلى انخفاض بمستوى متوسط.

• نظرًا لأنه يبدو أن شركة الاتصالات السعودية قد أجلت حاليًا خططها للتوسع في مجال الاتصالات على النطاق الدولي، فإنها تخطط للنمو عن طريق الاستثمار في قطاعات جديدة. وأهم هذه الاستثمارات، استثمار الشركة في شركة كريم ( حصة بلغت 10% بقيمة 100 مليون دولار في نهاية 2016، والتي قد تجاوزت الضعف الان بناء على الخطط التي أعلن عنها مؤخرًا التي تفيد باستحواذ أوبر على كريم) كما وقعت على مذكرة تفاهم للبيت التلفزيوني. ان مبلغ الاستثمار المطلوب سنويًا هو 660 مليون ريال ( عقد لمدة 10 سنوات، يساوي نسبة 10% تقريبا من المصروفات الرأسمالية تقريبا) ولا نزال نحتاج لفهم الفوائد العائدة من هذا الاستثمار ولكننا نعتقد أنه استثمار لأهداف استراتيجية أكثر من أي شيء آخر. ويمكن للاتصالات السعودية، الاستفادة من هذه الخدمات عن طريق توفيرها كجزء من حزمة مجموعة ومكاسب وإيرادات. وقد أنشأت الاتصالات أيضا شركة STC PAY للمدفوعات الرقمية، كذراع استثماري متخصص في المدفوعات الرقمية وتقديم خدمات التقنية المالية للأفراد والمؤسسات.

• نظرًا لهذه الاستثمارات، فربما لن تزيد الاتصالات السعودية توزيعات أرباحها، رغمًا عن مقدرتها على عمل توزيعات أعلى. لقد توقف العمل بسياسة توزيعات الأرباح الأخيرة التي كانت تشتمل على دفع أرباح لا تقل عن ريال واحد للسهم عن كل ربع، ومن المحتمل أن نستمر نشهد مستويات توزيعات أرباح مماثلة في المستقبل.

**التقييم:** لقد استخدمنا متوسط ناتجنا عن المزج بين طريقة التقييم باستخدام التدفقات النقدية المخصومة ( التدفقات النقدية الحرة) والتقييم النسبي ( مكرر قيمة شركة/ EBITDA يبلغ 7 مرات ، ويتمشى ذلك مع متوسط مكرر التقييم للشركات العالمية المماثلة). ويبلغ سعرنا المستهدف المعدل للسهم، 80 ريالاً، وهو ناتج متوسط لطريقتي التدفقات النقدية الحرة ( 76 ريالاً للسهم) وطريقة التقييم النسبي (84 ريالاً للسهم).



الشكل 1 : النتائج المالية لشركة الاتصالات السعودية في الربع الاول من عام 2018

(SAR mn)	Q3 2017	Q2 2018	Q3 2018	% chg y-o-y	% chg q-o-q	ARC est
Revenue	12,621	13,182	13,333	5.6%	1.1%	12,861
Gross profit	7,401	7,112	7,805	5.5%	9.7%	7,459
Gross profit margin	58.6%	54.0%	58.5%			58.0%
Operating profit	2,907	2,901	3,236	11.3%	11.5%	2,860
Net profit	2,569	2,444	2,643	2.9%	8.1%	2,600

المصدر : الراجحي المالية، بيانات الشركة

الشكل 2 : قائمة الدخل.

Income statement (SARmn)	12/16A	12/17A	12/18E	12/19E	12/20E
Revenue	53,678	51,362	52,600	53,652	54,725
Cost of services	-24,991	-21,807	-23,249	-23,607	-23,969
Gross profit	28,688	29,555	29,351	30,045	30,755
SG&A	-10,659	-10,244	-9,731	-10,194	-10,398
EBITDA	18,029	19,311	19,620	19,851	20,358
D&A	-8,078	-8,207	-8,324	-8,286	-8,478
Operating profit	9,951	11,104	11,295	11,565	11,880
Finance cost	-379	-354	-363	-330	-330
Other expenses (net)	305	382	484	802	916
Profit before tax	9,877	11,132	11,417	12,037	12,466
Tax	-751	-721	-731	-770	-798
Minority interest	-226	-237	-250	-266	-282
Net profit	8,900	10,174	10,436	11,001	11,386

المصدر : الراجحي المالية، بيانات الشركة

الشكل 3 : البيانات لكل سهم .

	12/16A	12/17A	12/18E	12/19E	12/20E
Adjusted shares o/s (mn)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
EPS	4.45	5.09	5.22	5.50	5.69
DPS	4.00	4.00	4.00	4.50	4.50
CFO per share	9.19	8.48	9.48	9.74	10.02

المصدر : الراجحي المالية، بيانات الشركة



## موبايلي ( اتحاد اتصالات ) :

- بلغت إيرادات الشركة 2,976 مليون ريال، مسجلة ارتفاعاً بنسبة + 6.1% على أساس سنوي بدعم من العديد من العوامل مثل موسم الحج، مبيعات أجهزة الهواتف والتحسين في قطاع الأعمال. ولكن من حيث توزيع الإيرادات حسب مشاركة القطاعات، نجد أن إيرادات المستهلكين ظلت بدون تغيير على أساس فترة التسعة أشهر من العام حتى تاريخه، بينما نمت إيرادات قطاع الأعمال ومبيعات الجملة بنسبة 11%. ولولا هذا النمو القوي في الإيرادات من مبيعات أجهزة الهاتف وتلك التي تحققت من موسم الحج، فربما تكون الإيرادات قد انخفضت. وجمالاً، فإن هذا الأداء يتوافق مع اتجاه إيرادات الاتصالات الرئيسية لشركة الاتصالات.
- وفقاً للعرض التوضيحي الذي قدمته الشركة من خلال مؤتمرها عبر الهاتف للمحللين، فقد كان هناك عقد بقيمة 300 مليون ريال تم توقيعه مع هيئة تطوير مدينة الرياض. ومن المحتمل أن يكون قد تم الإعلان عن معظم هذه الإيرادات كذمم مدينة نظراً لأن الارتفاع في الذمم المدينة قد بلغ 150 مليون ريال على أساس ربعي.
- ارتفع الربح الإجمالي بنسبة 5.2% على أساس سنوي متبوعاً بذلك اتجاه نمو الإيرادات. وقد تم تسجيل حالتين انخفاضاً في القيمة في الربع الثالث. وكانت إحدى هاتين الحالتين خفضاً بلغ 83 مليون ريال من العقارات والمعدات، بينما كانت الحالة الثانية التي بلغت قيمتها 78 مليون ريال تتعلق بدمج مدينة. ورغم ذلك، فقد بلغ ربح التشغيل 108 مليون ريال.
- بالنسبة " للربح من مصادر أخرى" ( المكون من البنود وليس من بند واحد، حسب افادة ادارة الشركة)، والذي ليس هناك توضيح لتفاصيله، فقد ظل متبائناً بهامش كبير على مدى أرباع السنة المختلفة. وفي هذا الربع، انخفض هذا الربح بمقدار 23 مليون ريال، على أساس ربعي.
- ارتفعت رسوم التمويل إلى 206 مليون ريال (+29.6% على أساس سنوي)، مما يعكس تأثير ارتفاع سعر السايبور وتوقف رسملة المصروفات المرتبطة بالديون، والتي ليس هناك توضيح لتفاصيلها. وقد كان الارتفاع أعلى من الارتفاع في ربح الفائدة الذي شهدته البنوك، والذي تراوح بين 6-8% على أساس سنوي ويعزى أساساً إلى ارتفاع السايبور.
- وجمالاً، وبدون عكس قيد مخصص الزكاة بمبلغ 70 مليون ريال، لكان وضع الربح الإجمالي أسوأ وانخفض إلى 100 مليون ريال متوافقاً تماماً مع تقديراتنا. وتجدر الإشارة هنا، إلى أن معدل الزكاة المعتاد للربع يبلغ 20 مليون ريال.

الشكل 4 : النتائج المالية لشركة موبايلي في الربع الأول من عام 2018

(SAR mn)	Q3 2017	Q2 2018	Q3 2018	% chg y-o-y	% chg q-o-q	ARC est
Revenue	2,805.7	2,894.7	2,976.1	6.1%	2.8%	2,822.6
Gross profit	1,672.0	1,774.8	1,758.3	5.2%	-0.9%	1,693.6
Gross profit margin	59.6%	61.3%	59.1%			60.0%
Operating profit	(3.6)	127.0	108.1	NM	-14.9%	82.4
Net profit	(174.5)	(78.6)	(30.9)	-82.3%	-60.7%	(99.3)

الشكل 5 : قائمة الدخل

Income statement (SARmn)	12/16A	12/17A	12/18E	12/19E	12/20E
Revenue	12,569	11,351	11,692	11,926	12,164
Cost of services	-5,144	-4,821	-4,735	-4,890	-4,987
Gross profit	7,425	6,530	6,957	7,036	7,177
SG&A	-3,416	-2,918	-2,806	-2,981	-3,041
EBITDA	4,009	3,612	4,151	4,055	4,136
D&A	-3,775	-3,626	-3,791	-3,559	-3,488
Operating profit	235	-14	360	496	648
Finance cost	-556	-678	-797	-742	-682
Other expenses (net)	75	45	150	58	61
Profit before tax	-246	-648	-287	-188	27
Tax	43	-61	7	-60	-60
Minority interest	-	-	-	-	-
Net profit	-203	-709	-280	-248	-33

المصدر : الراجحي المالية، بيانات الشركة



## شركة زين السعودية:

- ارتفعت الإيرادات بنسبة 8.0% على أساس سنوي لتصل إلى 1,952 مليون ريال مدعومة بالطلب المرتفع على منتجات وخدمات الشركة، ومبيعات الأجهزة بالإضافة إلى التغيير في النظام المحاسبي (الفقرة 15 من معايير المحاسبة الدولية). وقد ذكرت الشركة تأثيراً بلغت قيمته 90 مليون ريال على الإيرادات (9 شهور) بسبب التغيير إلى نظام معايير المحاسبة الدولية، والتي نعتقد أنها تعزى أساساً إلى الإيرادات المتحققة من عقود بيع أجهزة الهاتف. وفي رأينا، من المحتمل أن تكون الشركة قد اعتادت على قيد إيرادات الأجهزة بدون الاعانات قبل ذلك، ولكنها الآن تقوم بقيد الإيرادات شاملة الاعانات. وقد ذكرت الشركة أنها باعت أجهزة بارتفاع بمعدل 3-4 مرات أكثر من العام الماضي، وعليه، فإن التغيير كان له تأثير ملحوظ. وبدون التحول إلى تطبيق الفقرة 15 من النظام المحاسبي المعياري الدولي، لكانت الإيرادات قد ارتفعت بنسبة 5% على أساس سنوي في الربع الثالث، وهي بذلك أفضل من إيرادات الشركات المماثلة في رأينا.
  - لقد أسهم موسم الحج، بالإضافة إلى حملات الترويج والتخفيضات الكبيرة، جزئياً أيضاً في النمو. كما أطلقت الشركة مؤخراً خدمات الألياف الضوئية للمنازل والتي لم تظهر مساهمتها بصورة ملحوظة حتى الآن. أما إيرادات البيانات، فقد أسهمت بنسبة 52% في إجمالي الإيرادات.
  - سار الربح الإجمالي على خطى الإيرادات إذ ارتفع بنسبة 8.6% على أساس سنوي. وقد أشارت الشركة إلى تحقيق مبلغ 126 مليون ريال نتيجة لعكس المخصصات، ونعتقد أن ذلك قد تم عند مستوى تكلفة السلع وبالتالي فإن الأرباح الإجمالية كان يمكن أن تنخفض بنسبة 1.5% على أساس سنوي إذا لم تشمل ذلك. إن عكس قيد المخصصات غير واضح ولكن الشركة ذكرته على أنه بند غير متكرر. إن مبيعات الاتصالات معظمها إيرادات خدمات للمستهلكين ولذلك فإنها تكون سلعا ذات قيمة منخفضة. وبناء عليه، فإنه من غير المحتمل حدوث عكس كبير في قيد الذمم المدينة كما أنه ربما كانت هناك حاجة للمراجعة نظراً للتغيير في بعض التقديرات.
  - ارتفعت قيمة EBITDA إلى 728 مليون ريال (+15.4% على أساس سنوي) نظراً لأن الارتفاع في مصروفات التشغيل (+1.4% على أساس سنوي) تسبب في إيقاف نمو الإيرادات، مما يعني ضمناً أن هامش EBITDA يبلغ 37%. وقد تمكنت الشركة من خفض مصروفات التشغيل تدريجياً خلال أرباع السنة.
  - ارتفعت مصروفات الفائدة إلى 246 مليون ريال (+8.7% على أساس سنوي) رغمًا عن خفض الشركة لمستوى الدين من خلال تسديد تمويل مرابحة (600 مليون ريال). ويبلغ إجمالي الدين بما في ذلك الدين المطلوب للمساهمين، 16.7 مليار ريال.
  - بلغ صافي الربح لشركة زين للربع الثالث 48 مليون ريال، مرتفعاً عن 3 مليون ريال في الربع الثالث 2017، وكان بذلك أعلى من تقديراتنا ومن متوسط تقديرات المحللين التي توقعنا خسارة بمقدار 57 مليون ريال و 47 مليون ريال، على التوالي. بيد أنه، وبعد استبعاد تأثير عكس قيد بعض المخصصات المعينة (126 مليون ريال)، فسوف يكون صافي الخسارة أعلى من تقديراتنا. وقد استفاد صافي الربح أيضاً من ارتفاع الربح من العمولات والربح من مصادر أخرى (انتهاء صندوق الخدمة الشاملة الممنوح من الحكومة)، وهو بند غير متكرر في طبيعته. ووفقاً لإدارة الشركة حسب ما صرحت به في المؤتمر الذي تم عبر الهاتف مع المحللين، فقد أنهت زين مشروع صندوق الخدمة الشاملة بتكلفة أقل من الاعانات المقدمة من الحكومة، مما نتج عنه تأثير إيجابي بلغت قيمته 18 مليون ريال في الربع الثالث.
  - بلغت نسبة الخسائر التراكمية للشركة 38% من رأس المال كما أن الشركة تعمل الآن على إصدار حقوق أولوية في رأس المال تبلغ قيمتها 6 مليار ريال سوف يتم استخدامها لخفض ديون الشركة.
  - بلغت نسبة صافي الدين/EBITDA لثلاثي عشر شهراً الأخيرة 5.2 مرة، وفي حالة تنفيذ عملية إصدار حقوق الأولوية إلى جانب خفض رأس المال بنسبة 38%، فيمكن أن تصبح نسبة صافي الدين/EBITDA 3.2 مرة.
- التقييم:** يبلغ سعرنا المستهدف لسهم الشركة 6.8 ريال (تم رفعه من 6.6 ريال)، وهو ناتج لمتوسط طريقتي التقييم على أساس التدفقات النقدية المخصومة، والتقييم النسبي.

الشكل 6: النتائج المالية لشركة زين في الربع الثالث من عام 2018

(SAR mn)	Q3 2017	Q2 2018	Q3 2018	% chg y-o-y	% chg q-o-q	ARC est
Revenue	1,807	1,846	1,952	8.0%	5.7%	1,815
Gross profit	1,231	1,193	1,336	8.5%	12.0%	1,236
Gross profit margin	68.1%	64.6%	68.4%			68.1%
Operating profit	229	179	268	17.0%	49.7%	166
Net profit	3	(38)	48	NM	NM	(57.3)

المصدر: الراجحي المالية، بيانات الشركة



الشكل 7 : قائمة الدخل.

Income statement (SARmn)	12/16A	12/17A	12/18E	12/19E	12/20E
Revenue	6,927	7,306	7,436	7,659	7,736
Cost of services	-2,526	-2,393	-2,424	-2,474	-2,499
Gross profit	4,401	4,913	5,012	5,185	5,237
SG&A	-2,605	-2,396	-2,443	-2,520	-2,545
EBITDA	1,795	2,517	2,569	2,665	2,692
D&A	-1,850	-1,614	-1,773	-1,783	-1,791
Operating profit	-54	903	796	882	901
Finance cost	-953	-910	-890	-856	-817
Other expenses (net)	26	20	43	43	32
Profit before tax	-981	13	-51	70	116
Tax	0	0	0	0	0
Minority interest	0	0	0	0	0
Net profit	-981	13	-51	70	116

المصدر : الراجحي المالية، بيانات الشركة

## افصاحات مهمة للأشخاص الأمريكيين

تم اعداد هذا التقرير البحثي من قبل شركة الراجحي المالية ( الراجحي ) ، وهي شركة مرخصة لممارسة نشاطات الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية. وشركة الراجحي ليست وسيطا ماليا مسجلا في الولايات المتحدة الأمريكية ، وبناء عليه، فإنها لا تخضع لقواعد الولايات المتحدة الأمريكية المتعلقة بإعداد التقارير البحثية واستقلالية محلي البحوث. ويتم تقديم هذا التقرير البحثي ، لتوزيعه " للمستثمرين المؤسساتيين الرئيسيين في الولايات المتحدة الأمريكية ) ، اعتمادا على الاستثناء من التسجيل الذي توفره القاعدة 6-15 من قانون تبادل الأوراق المالية الأمريكي لعام 1934 وتعديلاته ("قانون تبادل الأوراق المالية").

ويجب على أي جهة أمريكية متلقية لهذا التقرير البحثي وترغب في تنفيذ أي عملية لشراء أو بيع أوراق مالية أو أدوات مالية مرتبطة بها بناء على المعلومات المقدمة في هذا التقرير البحثي، يجب عليها أن تفعل ذلك ، فقط من خلال مؤسسة روزنبلات سكيوريتيز انكوربوريشن Rosenblatt Securities Inc. وعنوانها ، 40 Wall Street 59th Floor, New York NY 10005، وهي وسيط متعامل مسجل في الولايات المتحدة الأمريكية. ولا يسمح ، تحت أي ظرف من الظروف ، لأي متلقي لهذا التقرير البحثي ، تنفيذ أي عملية لشراء أو بيع أوراق مالية أو أدوات مالية مرتبطة بها ، من خلال الراجحي. وتقبل مؤسسة روزنبلات سكيوريتيز انكوربوريشن ، تحمل المسؤولية المتعلقة بمحتويات هذا التقرير البحثي ، وفقا للشروط الموضحة أدناه، في حالة تسليم هذا التقرير لشخص أمريكي لا يكون مستثمرا مؤسسيا أمريكيا رئيسيا.

إن المحلل الذي يظهر اسمه في هذا التقرير البحثي ، غير مسجل أو مؤهل كمحلل باحث لدى هيئة تنظيم الأوراق المالية والبورصات الأمريكية FINRA وربما لا يكون شخصا مرتبطا بمؤسسة روزنبلات سكيوريتيز انكوربوريشن ، وبناء عليه، فإنه ربما لا يخضع للقيود المعمول بها بموجب قواعد هيئة تنظيم الأوراق المالية والبورصات الأمريكية FINRA المتعلقة بقائمة اتصالات مع شركة تابعة أو الظهور في وسائل الاعلام والتداول في أوراق مالية تكون في حساب محلل باحث.

## الملكية وتضارب المصالح الجوهري

لا تملك مؤسسة روزنبلات سكيوريتيز انكوربوريشن ، أو شركاتها التابعة ، ملكية منفعة " ، كما هو محدد وفقا للنص (د) من قانون تبادل الأوراق المالية ، 1% أو أكثر من أوراق الملكية ( الأسهم ) equity securities المذكورة في التقرير. ويمكن أن يكون لدى مؤسسة روزنبلات سكيوريتيز انكوربوريشن أو شركاتها التابعة وأو موظفيها أو مديرها أو العاملين لديها ، مصالح أو مراكز استثمارية مغطاة long positions أو مراكز استثمارية مكشوفة short positions ، كما يمكن أن يقوموا في أي وقت من الأوقات بعمليات شراء أو بيع بصفة أصل أو وكيل للأوراق المالية المشار إليها في هذه الوثيقة. إن مؤسسة روزنبلات سكيوريتيز انكوربوريشن ليست لديها أي دراية بأي تضارب مصالح جوهري حتى تاريخ هذا المنشور أو النشر.

## نشاطات التعويض والمصرفية الاستثمارية

لم تتم مؤسسة روزنبلات سكيوريتيز انكوربوريشن ، أو أي شركة تابعة لها ببادرة أو المشاركة في ادارة طرح عام للاكتتاب في أوراق مالية للشركة التابعة خلال الاثني عشر (12) شهرا الماضية ، كما أنها لم تتلقى تعويضا نظير قيامها بنشاطات مصرفية استثمارية من الشركة التابعة خلال الاثني عشر (12) شهرا الماضية ، ولا يتوقع أن تستلم هي أو أي شركة تابعة لها ، أو تتعدم البحث عن تعويض مقابل خدمات مصرفية استثمارية من الشركة خلال الأشهر الثلاثة التالية.

## افصاحات اضافية

إن هذا التقرير البحثي متاح للتوزيع بحفظ تحت الظروف التي يمكن أن يسمح بها القانون المعمول به. ولا يتعلق هذا التقرير البحثي بالأهداف الاستثمارية المحددة أو المؤسسات المالية أو الاحتياجات الخاصة بأي متلقي محدد، حتى لو تم إرساله إلى متلقي وحيد لهذا التقرير. إن هذا التقرير البحثي ليس مضمونا أن يكون بيانا كاملا أو ملخص لأي أوراق مالية أو أسواق أو تقارير أو تطورات ، حسب ما هو مائل إليه في هذا التقرير البحثي. وسوف لن يكون هناك أي التزام أو مسئولية على أي من الراجحي أو أي من مدراءها أو موظفيها أو العاملين لديها أو وكلائها ، أيا كان مشوه ، عن أي خطأ أو عدم دقة أو عدم اكتمال يتعلق بحقيقة أو رأي متضمن في هذا التقرير البحثي ، أو عدم اهتمام في اعداد أو نشر هذا التقرير البحثي ، أو أي خسائر أو أضرار ربما تنشأ من استخدام هذا التقرير البحثي.

وربما تعتمد الراجحي ، على حواجز معلومات information barriers ، مثل "الجدران الصينية Chinese Walls" للسيطرة على تدفق المعلومات في ما بين مجالات أو وحدات أو أقسام أو مجموعات أو الشركات التابعة للراجحي.

إن الاستثمار في أي أوراق مالية غير أمريكية أو في أدوات مالية مرتبطة بها (يشمل ذلك ايصالات ايداع الأوراق المالية (ADRS) التي تم نقاشها في هذا التقرير البحثي ، وربما يظهر مخاطر معينة ذلك لأن الأوراق المالية الخاصة بجهات اصدار غير أمريكية ، ربما لا تكون مسجلة لدى ، أو ربما تكون خاضعة لأنظمة، هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية. ويمكن أن تكون المعلومات المتعلقة بمثل هذه الأوراق المالية غير الأمريكية أو الأدوات المالية ذات الصلة ، محدودة. وربما لا تكون الشركات الأجنبية ، خاضعة لمعايير المراجعة ورفع التقارير والمطلبات التنظيمية التي يمكن مقارنتها بتلك المعمول بها داخل الولايات المتحدة الأمريكية.

إن قيمة أي استثمار أو دخل متحقق من أي أدوات مالية مرتبطة بها ، تم نقاشها في هذا التقرير البحثي ، وبعملة غير الدولار الأمريكي ، تكون خاضعة لتقلبات أسعار صرف العملات التي ربما يكون لها تأثيرات ايجابية أو سلبية على قيمة أو الربح المتوقع من تلك الأوراق المالية أو الأدوات المالية المرتبطة بها.

إن الأداء الماضي ، ليس بالضرورة أن يكون دليلا ومرشدا للأداء المستقبلي ، كما أن شركة الراجحي المالية لا تقدم تعهدا أو ضمانا ، صريحا أو ضمنيا ، في ما يتعلق بالأداء المستقبلي. وقد يشهد الربح من الاستثمارات تنديبا. كذلك ، فإن سعر أو قيمة الاستثمارات التي يرتبط بها هذا التقرير البحثي، سواء بشكل مباشر أو غير مباشر ، ربما يهبط أو يرتفع بشكل مغاير لمصالح المستثمرين. وقد تصبح أي توصية أو رأي متضمن في هذا التقرير البحثي ، قديمة نتيجة للتغيرات التي تحدث في البيئة التي تعمل فيها الجهة المصدرة للأوراق المالية التي تخضع للتحليل، بالإضافة إلى التغيرات التي تطرأ على التغيرات والتنبؤات والافتراضات ومنهجية التقييم المستخدمة في هذا التقرير.

ولا يسمح بنسخ أو ارسال أو استخراج نسخ طبق الأصل ، لأي جزء من محتويات هذا التقرير البحثي، بأي شكل أو بأي طريقة ، بدون الموافقة الخطية المسبقة من شركة الراجحي ، كما أن الراجحي لا تقبل أي مسئولية أيا كان نوعها ، عن الأعمال التي تصدر عن الغير ، في ما يتعلق بهذا الموضوع. لقد تم اعداد وثيقة البحث هذه ، بواسطة شركة الراجحي المالية (" الراجحي المالية") ومقرها الرياض ، المملكة العربية السعودية. وقد تم اعدادها ليتم استخدامها استنادا عاما بواسطة عملاء الراجحي المالية ولا يجوز إعادة توزيعها أو اعادة إرسالها أو الإفصاح عنها ، كليا أو جزئيا، أو بأي شكل أو طريقة ، بدون الموافقة المكتوبة الصريحة من شركة الراجحي المالية. إن استلامكم واستمراركم لهذه الوثيقة البحثية ، يمثل موافقتكم على عدم إعادة توزيع أو ارسال أو الإفصاح للآخرين عن المحتويات أو الآراء أو الملخصات أو المعلومات التي تشتمل عليها هذا الوثيقة ، قبل أن يتم الإفصاح بشكل عام ، عن هذه المعلومات من قبل شركة الراجحي المالية. لقد تم الحصول على المعلومات التي تشتمل عليها هذه الوثيقة ، من مصادر عامة متوفرة يعتقد بأنها موثوقة ، ولكننا لا نضمن بقاها. أن شركة الراجحي المالية لا تقدم أي تعهدات أو ضمانات ( صريحة أو ضمنية ) ، في ما يتعلق بالبيانات والمعلومات المقدمة ، كما أن شركة الراجحي المالية ، لا تعتمد بأن محتويات هذه الوثيقة من المعلومات مكتملة، أو خالية من أي أخطاء، أو أنها غير مضللة ، أو أنها مناسبة لأي عرض محدد. وتوفر وثيقة البحث هذه معلومات عامة فقط ولا تشكل المعلومات أو أي رأي معين ، عرضا أو دعوة لعمل أو تقديم عرض ، لشراء أو بيع أي أوراق مالية أو منتجات استثمارية أخرى ترتبط بتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات. ولا يقصد منها تقديم نصيحة بشأن الاستثمار الشخصي كما أنها لا تأخذ في الاعتبار الأهداف الاستثمارية المحددة والوضع المالي والاحتياجات الخاصة بأي شخص معين ربما يحصل على هذه الوثيقة.

وينبغي على المستثمرين البحث عن الاستشارة المالية أو القانونية أو الخاصة بالضرائب ، في ما يتعلق بلامعة الاستثمار في أي أوراق مالية أو الاستثمارات الأخرى أو الاستراتيجيات الاستثمارية التي تم نقاشها أو التوصية بها في هذه الوثيقة البحثية، كما يجب عليهم أن يفهموا أن البيانات أو الادانات المتعلقة بالفرص المستقبلية ربما لا تتحقق. وينبغي على المستثمرين أن ينتبهوا إلى أن الربح المتوقع من تلك الأوراق المالية أو الاستثمارات الأخرى ، إذا وجد ، قد يتذبذب وأن سعر أو قيمة تلك الأوراق المالية والاستثمارات ربما يرتفع أو يهبط ويمكن أن يكون للتقلبات التي تحدث في أسعار صرف العملات تأثيرات عكسية على قيمة أو سعر أو الربح المتوقع من ، استثمارات محددة. ووفقا لذلك ، ربما يحصل المستثمرون على مبالغ أقل من أصل المبالغ التي استثمروها. وربما يكون للراجحي المالية أو لموظفيها أو لوحد أو أكثر من شركاتها التابعة (يشمل ذلك محلي البحوث) ، مصلحة مالية في الأوراق المالية للمصدر (المصدرين) أو في استثمارات ذات صلة ، بما في ذلك المراكز المغطاة أو المراكز المكشوفة في الأوراق المالية أو الضمائل أو حقوق الخيارات المستقبلية أو عقود الخيار أو المشتقات المالية أو الأدوات المالية الاستثمارية الأخرى. وربما تقوم شركة الراجحي المالية أو الشركات المغطاة أو المراكز المكشوفة في الأوراق المالية أو خدمات أخرى ، لجذب أعمال مصرفية استثمارية أو أعمال أخرى من ، أي شركة جرى ذكرها في هذه الوثيقة البحثية. وسوف لن تكون الراجحي المالية ، وكذلك شركاتها التابعة وموظفيها ، خاضعة لأي خسارة أو أضرار ، مباشرة أو غير مباشرة أو تبعية ، قد تنشأ ، بصورة مباشرة أو غير مباشرة ، عن أي استخدام للمعلومات التي تتضمنها هذه الوثيقة البحثية.

إن وثيقة البحث هذه ، وأي توصيات تشتمل عليها ، تخضع للتغيير بدون اخطار مسبق. ولا تتحمل شركة الراجحي المالية أية مسئولية عن تحديث المعلومات الواردة في وثيقة البحث هذه. كما لا يسمح أيضا بتغيير أو اصدار نسخة طبق الأصل أو ارسال أو توزيع ، كل أو أي جزء من وثيقة البحث هذه، بأي شكل أو بأي وسيلة. وهذه الوثيقة البحثية ، غير موجهة إلى ، أو يعزى توزيعها إلى أو استخدامها بواسطة ، أي شخص أو كيان يكون مواطنا أو يقيم في أو يقع مقره في أي مركز أو ولاية أو دولة أو أي اختصاص تشريعي آخر ، يكون فيها هذا التوزيع أو النشر أو توفير الوثيقة أو استخدامها ، مخالفا للقانون ، أو ربما يجعل الراجحي المالية أو أي واحدة من شركاتها التابعة ، عرضة لأي متطلبات تسجيل أو ترخيص في إطار ذلك الاختصاص التشريعي.



## إخلاء من المسؤولية

أعدت وثيقة البحث هذه من قبل شركة الراجحي المالية "الراجحي المالية"، الرياض، المملكة العربية السعودية للاستخدام العام من عملاء شركة الراجحي المالية ولا يجوز إعادة توزيعها أو إعادة إرسالها أو الإفصاح عنها، كلياً أو جزئياً، أو بأي شكل أو طريقة، دون موافقة كتابية صريحة من شركة الراجحي المالية. إن استلام هذه الوثيقة والإطلاع عليها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح للآخرين عما تتضمنه من محتويات وأراء، واستنتاجات أو معلومات قبل نشر تلك المعلومات للعموم من جانب شركة الراجحي المالية. وقد تم الحصول على المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من مصادر عامة مختلفة يعتقد أنها معلومات موثوقة لكننا لا نضمن دقتها. وشركة الراجحي المالية لا تقدم أية إقرارات أو ضمانات (صريحة أو ضمنية) بشأن البيانات والمعلومات المقدمة كما أنها لا تقر بأن المعلومات التي تتضمنها هذه الوثيقة هي معلومات كاملة أو خالية من أي خطأ أو غير مضللة أو أنها تصلح لأي غرض محدد. فوثيقة البحث هذه إنما تقدم معلومات عامة فقط. كما أنه لا المعلومات ولا أي رأي وارد في هذه الوثيقة يشكل عرضاً 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 ملائمة 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 الواردة في هذه الوثيقة قد لا تتحقق. كذلك ينبغي للمستثمرين ملاحظة أن الدخل من أوراق مالية من هذا النوع أو غيرها من الاستثمارات، إن وجد، قد يتعرض للتقلبات ويأثر 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 أساساً. ويجوز أن يكون لشركة الراجحي المالية أو المسجلين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محلي 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 مسؤولة 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 كلياً أو جزئياً 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 مواطناً أو مقيماً 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 مخالفاً 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.

## للاتصال

### مازن السديري

مدير إدارة الأبحاث

هاتف: +966 11 211 9449

البريد الإلكتروني: [alsudairim@alrajhi-capital.com](mailto: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](mailto:research@alrajhi-capital.com)

[www.alrajhi-capital.com](http://www.alrajhi-capital.com)

شركة الراجحي المالية تعمل بموجب ترخيص هيئة السوق المالية السعودية رقم 07068/37