

## أسمنت الرياض

السعر المستهدف: 41.6 ريال سعودي للسهم  
- نسبة الإرتفاع المتوقعة: 20.3%

- سيدعم الانتعاش الاقتصادي قطاع البناء وبالتالي منتجي الأسمنت
- يتيح الموقع الجغرافي للشركة الوصول إلى مشاريع الرياض الضخمة المدرجة في إطار رؤية 2030
- التركيبة السكانية المواتية وارتفاع عدد السكان يعطي دافعا إيجابيا لقطاع الأسمنت
- أدى ارتفاع تغطية التطعيم ضد جائحة كورونا إلى تقليل احتمالية المزيد من عمليات الإغلاق التي يمكن أن تؤثر سلبًا على نشاط البناء

التوصيات	يشترى
رمز بلومبرج	SAWCEM AB
سعر السوق الحالي	34.55
أسبوع مرتفع/منخفض (ر.س)	39.30/30.60
متوسط الحجم 12 شهر (000)	102.7
القيمة السوقية (الدولار الأمريكي)	1,119/4,146
السهم القائمة	120.0
توقف حر (%)	100%
متوسط القيمة اليومية 3 مليون	2,080.0
متوسط القيمة اليومية 6 أشهر	2,552.7
P/E'22e (x)	19.3
P/B'22e (x)	2.5
عائد توزيعات الأرباح النقدية	4.5%

1 شهر (%)	3.3
3 أشهر (%)	2.2
12 شهر (%)	4.2

المصدر: بلومبرج

أداء حجم السعر



April 10, 2022

عائشة ضياء

رئيسة قسم الأبحاث بالإدارة

a.zia@u-capital.net

Tel: +968 24 94 90 36

حفيظ الغزالي

محلل مالي

hafeedh@u-capital.net

Tel: +968 24 94 90 33

نبدأ تغطية شركة أسمنت الرياض بسعر مستهدف يبلغ 41.6 ريالاً سعودياً للسهم ، مما يعني ارتفاعاً قدره 20.3% و مكرر الربحية و مكرر السعر السوقي للسهم إلى قيمته الدفترية المتوقعة لعام 2022 عند 23 مرة و 3.0 مرة ، على التوالي. بشكل عام ، ننظر بإيجابية إلى قطاع الاسمنت السعودي ، مع الأخذ في الاعتبار بيئة الاقتصاد الكلي المحسنة والتحويلات في القطاع ، والتركيبة السكانية المواتية ، وقوة نشاط البناء. هذا وتم التوصل إلى المتوسط المرجح للسعر المستهدف بناءً على منهجيتين للتقييم: 1. التدفق النقدي بعد الخصم (بوزن 80%) ، 2. تقييم مضاعفات الأرباح ومضاعف القيمة الإجمالية للشركة على الأرباح قبل الإهلاك والإستهلاك (بوزن 10% لكل منهما).

• دعمت الزيادة في ملكية المنازل بموجب رؤية 2030 هذا القطاع وستستمر في القيام بذلك. شهد قطاع الأسمنت السعودي انتعاشاً ملحوظاً منذ أوائل عام 2019 على خلفية تحسن الصادرات والطلب المحلي بدعم من أنشطة بناء المساكن في إطار خطة زيادة ملكية المنازل. شهد الإقراض العقاري من قبل البنوك السعودية نمواً ممتازاً على مدار العامين الماضيين ، مما دعم نشاط البناء في البلاد ، والذي بدوره دعم منتجي الأسمنت.

• تسريع النمو الاقتصادي لزيادة الإنفاق على مشاريع البناء الضخمة. أظهر الاقتصاد السعودي انتعاشاً ملحوظاً من أدنى مستوياته خلال جائحة كورونا ، مدفوعاً بانتعاش الطلب بعد إعادة فتح الأنشطة الاقتصادية ، ومدعوماً بارتفاع أسعار الهيدروكربونات. من المتوقع أن يستمر الاقتصاد السعودي في التحسن ، مما سيعزز فرص العمل ويدعم الطلب على أنشطة البناء ، سواء كانت مكاتب أو مساكن ، مما يعزز توقعات قطاع الأسمنت. خلال عامي 2020 و 2021 ، ارتفعت مبيعات الأسمنت المحلية 21% و 2% على التوالي. علاوة على ذلك ، انخفضت مستويات مخزون كلنكر الأسمنت بشكل ثابت عند معدل نمو سنوي مركب قدره 9.1% خلال الثلاث أعوام الماضية لتصل إلى 34.9 مليون طن

• يتيح موقع شركة أسمنت الرياض ميزة تنافسية. في إطار خطة الحكومة لجعل الرياض واحدة من أكبر 10 اقتصادات في العالم (حالياً عند 40) والوصول إلى أكثر من ضعف عدد سكانها الحالي (من 7.5 مليون إلى حوالي 15-20 مليون في عام 2030) ، فإن شركة أسمنت الرياض تتمتع بميزة عن منافسيها بسبب الموقع في قلب المخططات لنشاط البناء في عاصمة البلاد.

• لا تزال موجات كورونا المتقطعة تشكل خطراً. قد يؤدي استمرار ظهور متحورات كورونا الجديدة إلى مخاطر على الانتعاش الاقتصادي المتوقع. ومع ذلك ، فإن احتمال الإغلاق على الصعيد المحلي ضئيل.

المؤشرات الرئيسية

السنة	2018	2019	2020	2021	متوقع 2022	متوقع 2023	متوقع 2024
المبيعات (ر.س)	394	594	590	671	712	748	782
إجمالي الربح (ر.س)	100	230	254	264	269	278	291
الربح التشغيلي (ر.س)	82	205	228	231	233	240	251
صافي الدخل (ر.س)	66	190	220	212	215	221	231
الأصول (ر.س)	1,990	1,934	1,905	1,892	1,886	1,929	1,982
ربحية السهم (ر.س)	0.6	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
القيمة الدفترية للسهم الواحد (ر.س)	13.9	14.5	14.1	14.5	13.9	14.2	14.2
كسب السعر	-	-	17.0	18.7	18.7	18.7	18.7
P/BVPS (x)	-	-	2.2	2.3	2.5	2.4	2.4
العائد الربحي (%)	-	-	4.0%	4.5%	4.3%	4.3%	4.3%

المصدر: البيانات المالية للشركة ، أوبار كابيتال

## إسمنت الرياض

### المحتويات

3.....	التقييم
4.....	مخاطر التقييم
4.....	تحليل الحساسية
4.....	تقييم الشركات المشابهة
6.....	نظرة عامه على الاقتصاد الكلي وآفاق التوقعات
13.....	نظرة عامة على القطاع
16.....	تحليل الشركة وآفاقها المتوقعة
23.....	للتوضيح

## التقييم

تم تحديد المتوسط المرجح للسعر المستهدف (TP) باستخدام التدفق النقدي بعد الخصم (بوزن 80%) ، ومكرر مضاعفات الأرباح ومضاعف القيمة الإجمالية للشركة على الأرباح قبل الإهلاك والإستهلاك (بوزن 10% لكل منهما). وفيما يتعلق بالتدفق النقدي بعد الخصم، استخدمنا فترة توقع مدتها 5 سنوات (2022-26) وافترضنا بعد ذلك معدل نمو نهائي قدره 2%. ثم قمنا بحساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية (قيمة المؤسسة) باستخدام متوسط التكلفة المرجح لرأس المال. بعد الوصول إلى قيمة المنشأة ، قمنا بإجراء افتراضات تتعلق بصافي الدين وحقوق الأقلية والاستثمارات ومكافآت نهاية الخدمة بهدف الوصول إلى قيمة حقوق المساهمين في الشركة. بالنسبة للتقييم النسبي/المقارن ، فقد أخذنا في الاعتبار متوسط المضاعفات الآجلة لعام واحد للشركات المماثلة (بلومبيرغ)

متوقع 26	متوقع 25	متوقع 24	متوقع 23	متوقع 22	خصم التدفقات النقدية
4.72	3.72	2.72	1.73	0.73	الوقت المتبقي (بالسنوات)
285,947	266,116	251,053	240,196	233,031	الأرباح التشغيلية قبل الفوائد والضرائب
7.5%	6.0%	4.5%	3.1%	0.0%	نمو (%)
7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	معدل الضريبة
263,534	245,258	231,376	221,370	214,766	صافي الأرباح التشغيلية بعد الضريبة
98,621	97,645	96,678	92,960	89,816	إضافه : الإهلاك والاستهلاك
9,562	8,857	8,239	7,696	17,218	ناقصا: التغيير في رأس المال العامل
(14,327)	(14,185)	(54,560)	(46,125)	26,895	ناقصا: النفقات الرأسمالية
357,390	337,574	281,733	275,900	348,696	التدفق النقدي للشركة
0.65	0.72	0.78	0.86	0.94	عامل الخصم
233,708	241,526	220,545	236,247	326,682	القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة
				1,258,709	صافي القيم الحالية للتدفقات النقدية الحرة
				368,112	التدفق النقدي الحر (الزمن +1)
				5,741,247	القيمة النهائية
				3,754,382	صافي القيمة الحالية للقيمة النهائية
				5,013,090	قيمة المنشأة
					ناقصا:
					الدين
					حصة الأقلية
					استحقاقات التقاعد للموظفين
					إضافه :
					النقد و الارصده المصرفيه
					الاستثمار في الأسهم
					قيمة الأسهم
					القيمة العادلة للسهم على أساس التدفقات النقدية المخصومة (ريال سعودي)
					التقييم النسبي
					ربحية السهم المتوقعة 2022 (ريال سعودي)
					الأرباح المتوقعة قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك لعام 2022 (ريال سعودي)
					مكرر الربحية المستهدف لتوقعات 2022
					مضاعف قيمة المنشأة /الأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك المستهدف لتوقعات 2022
					القيمة العادلة للسهم ( ريال سعودي) - مضاعف نسبة السعر إلى الأرباح
					القيمة العادلة للسهم ( ريال سعودي) - مضاعف قيمة المنشأة/ إبتدا
					المصدر : إفصاحات الشركة ، بلومبرج ، قسم أبحاث أوبار كابيتال

إفترضات	القيمة العادلة للسهم (ريال سعودي)	الوزن	القيمة المرجحة للسهم (ريال سعودي)	نسبة الارتفاع / (الهبوط)
تاريخ التقييم	-			
معدل علاءد خالي من المخاطرة	(25,406)	10.0%	4.2	22.8%
معامل بيتا المعدل			3.8	9.7%
علاوة مخاطر السوق	35,512	10.0%	3.8	9.7%
تكلفة حقوق الملكية	0			
معدل النمو النهائي أو المستدام	5,019,702			
تكلفة الديون قبل الضرائب	42.0			

القيمة العادلة للسهم (ريال سعودي)	الوزن	القيمة المرجحة للسهم (ريال سعودي)	نسبة الارتفاع / (الهبوط)
42.0	80.0%	33.6	22.4%
42.1	10.0%	4.2	22.8%
37.6	10.0%	3.8	9.7%
41.6		41.6	
		34.3	
		21.2%	

## مخاطر التقييم

تتمثل المخاطر الرئيسية والتي تؤثر على تقييمنا في:

- أي حظر / إغلاق للحركة بسبب متحور فيروس كورونا الجديد سيؤثر سلبًا على توقعات النمو العالمي وبالتالي على أسعار النفط والغاز ، مما سيؤثر سلبًا على آفاق النمو الاقتصادي للمملكة العربية السعودية.
- تباطؤ نشاط البناء بشكل أكبر من المتوقع في البلاد.

تشمل العناصر الإيجابية الرئيسية والتي تؤثر على تقييمنا ما يلي:

- تحسن أفضل من المتوقع في كفاءات التشغيل.
- مبيعات أفضل للأسمنت من تلك المقدرة.

## تحليل الحساسية

السعر المستهدف الخاص لأسمنت الرياض ليس حساسًا للتغيرات بنسبة +/- 0.25% في النمو النهائي أو في افتراضات التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (التغيرات حول +/- 0.2%). لا يعتبر السعر المستهدف القائم على قيمة المشروع/ الأرباح قبل الفوائد والضريبة والاستهلاك وإطفاء الدين حساسًا للتغيرات عند +/- 1.0 مرة في متوسط مضاعف مجموعة الشركات المماثلة ، في حين أن السعر المستهدف الخاص بنا القائم على السعر إلى الربحية ليس حساسًا أيضًا للتغيرات عند +/- 1.0 مرة في مكرر متوسط مجموعة الشركات المماثلة. تؤثر على السعر المستهدف الخاصة بنا هي نسبة +/- 2% مع كل تغيير

		أسمنت الرياض (SAWCEM)				
		النمو النهائي				
المتوسط المرجح لتكامل رأس المال		2.5%	2.8%	3.0%	3.3%	3.5%
	8.9%	41.6	43.2	44.0	45.6	47.2
	9.2%	40.8	41.6	42.4	44.0	45.6
	9.4%	39.2	40.8	41.6	42.4	44.0
	9.7%	38.4	39.2	40.0	40.8	42.4
	9.9%	37.6	38.4	39.2	40.0	40.8

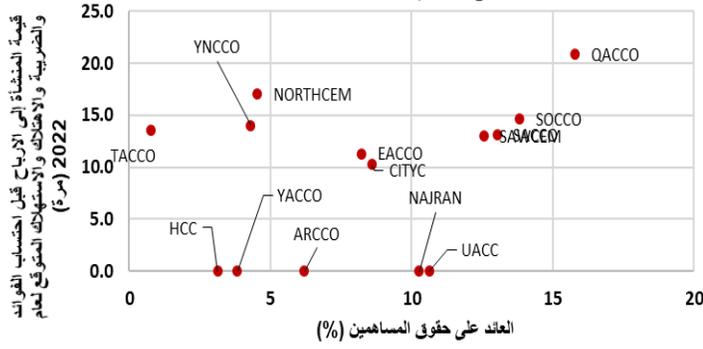
		أسمنت الرياض (SAWCEM)				
		مكرر الربحية المتوقع 2022				
مكرر قيمة المنشأة إلى الأرباح قبل احتساب الفوائد والضريبة والاستهلاك المتوقع لعام 2022		21.6	22.6	23.6	24.6	25.6
	11.8	40.7	40.9	41.0	41.2	41.4
	12.8	40.9	41.1	41.3	41.5	41.7
	13.8	41.2	41.4	41.6	41.8	41.9
	14.8	41.5	41.7	41.8	42.0	42.2
	15.8	41.8	41.9	42.1	42.3	42.5

## تقييم الشركات المشابهة

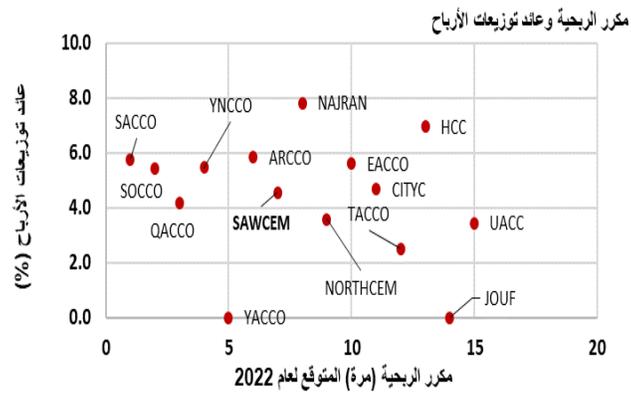
المبيعات المحلّية (%) من الإجمالي	صافي الديون (مليون رس)	هامش صافي الربح (%)	هامش الربح الإجمالي (%)	كسب السعر متوقع 22	قيمة المنشأة/ الأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك متوقع 2022 (مرة)	عائد التوزيعات (%)	العائد على حقوق المساهمين (%)	مكرر الربحية (مرة)	تغير السعر شهر واحد (%)	تغير السعر يوم واحد (%)	آخر سعر	القيمة السوقية (رس مليون)	رمز بلومبرغ	الاسم
85%	292	23.5	37.6	23.2	13.1	5.8	13	28	7	-1	61	9,302	SACCO AB Equity	أسمنت السعودية
100%	-175	33.6	39.3	19.1	14.7	5.4	14	21	-1	69	9,674	SOCCO AB Equity	أسمنت المنطقة الجنوبية	
100%	-888	40.9	40.0	28.9	20.8	4.2	16	26	5	-1	84	7,551	QACCO AB Equity	أسمنت القصيم
99%	222	17.1	23.9	23.9	14.0	5.5	4	41	5	-3	41	6,497	YNCCO AB Equity	أسمنت ينبع
100%	1,075	21.8	30.9	-	-	-	4	42	13	-1	33	6,703	YACCO AB Equity	أسمنت اليمامة
97%	-92	15.6	29.9	-	-	5.8	6	26	4	-1	43	4,285	ARCCO AB Equity	أسمنت العربية
100%	32	31.5	39.4	19.2	13.0	4.5	13	19	2	-1	34	4,050	SAWCEM AB Equity	أسمنت الرياض
93%	203	28.5	39.6	-	-	7.8	10	20	0	-1	19	3,261	NAJIRAN AB Equity	أسمنت نجران
100%	774	16.5	30.1	25.1	17.1	3.6	5	23	2	-2	14	2,516	NORTHCEM AB Equity	أسمنت الشمالية
98%	-397	26.5	35.5	17.7	11.3	5.6	8	21	13	-1	50	4,283	EACCO AB Equity	أسمنت الشرقية
100%	-299	32.3	41.8	15.7	10.3	4.7	9	23	17	-3	27	3,745	CITYC AB Equity	أسمنت المدينة
99%	-3	7.8	24.7	41.4	13.5	2.5	1	92	-3	-3	18	1,633	TACCO ab equity	أسمنت تبوك
99%	-96	16.7	26.2	-	-	7.0	3	33	4	0	14	1,406	HCC AB Equity	أسمنت حائل
99%	657	-29.1	31.6	-	-	-	-4	-	-13	-3	10	1,386	JOUF AB Equity	أسمنت الجوف
100%	332	28.0	41.5	-	-	3.4	11	19	0	-4	26	1,438	UACC AB Equity	أسمنت أم القرى
99%	100	22.7	33.5	23.6	13.8	5.4	7	26	4	-1	30	4,014		الوسيط
98%	115	20.0	33.8	24.4	14.4	5.1	7	32	4	-2	36	4,549		المتوسط

المصدر: بلومبرغ، إوبار كابيتال، أرقام

الشكل 2: قطاع الأسمنت - قيمة المنشأة إلى الأرباح قبل احتساب الفوائد والضريبة والاهتلاك والاستهلاك مقابل العائد على حقوق المساهمين  
قيمة المنشأة إلى الأرباح قبل احتساب الفوائد والضريبة والاهتلاك والاستهلاك مقابل العائد على حقوق المساهمين



الشكل 1: قطاع الأسمنت - مكرر الربحية وعائد توزيعات الأرباح



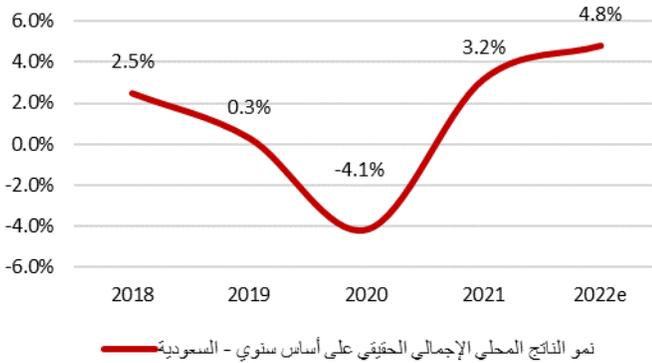
المصدر: بلومبرج، أوبار كابيتال

## نظرة عامة على الاقتصاد الكلي وآفاق التوقعات

### النمو الاقتصادي يتجه في مسار إيجابي

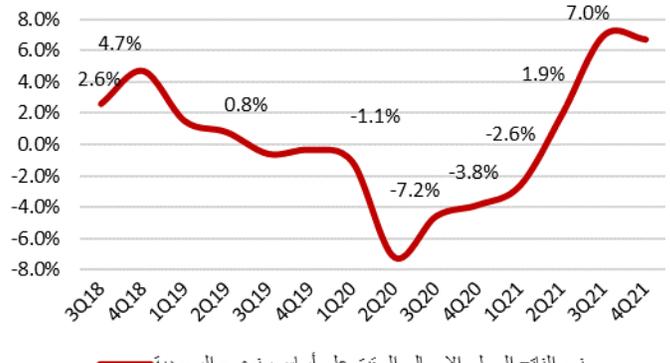
شهد اقتصاد المملكة العربية السعودية نمواً إيجابياً حيث ارتفع الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة 6.8% في الربع الرابع من عام 2021 بعد نمو بنسبة 7.0% في الربع الثالث من عام 2021، محققاً أعلى معدل نمو منذ الربع الأول من عام 2012. ويعود النمو بالأساس إلى الارتفاع في الأنشطة النفطية متمثلاً بارتفاع إنتاج النفط الخام وارتفاع مستويات أسعار النفط الخام فضلاً عن انحسار الوضع الوبائي تدريجياً. وارتفعت مساهمة قطاع النفط من الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 10.8% على أساس سنوي فيما بلغت مساهمة الأنشطة الغير نفطية بنسبة 5.0% على أساس سنوي في الربع الرابع من عام 2021.

الشكل 4: من المتوقع أن يشهد الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي مزيداً من التحسن في 2022



المصدر: الهيئة العامة للإحصاء، صندوق النقد الدولي، أوبار كابيتال

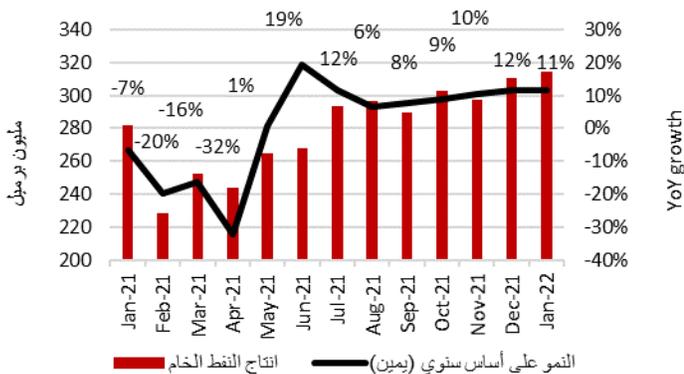
الشكل 3: تسارع نمو الناتج المحلي الإجمالي في السعودية



المصدر: الهيئة العامة للإحصاء، أوبار كابيتال

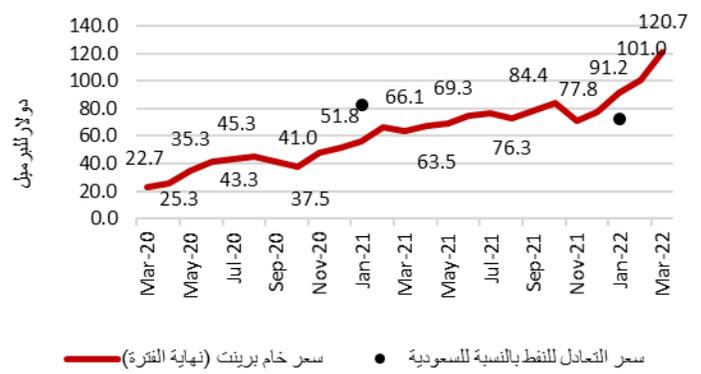
وبشكل عام، نما الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للمملكة بنسبة 3.2% في عام 2021، مسجلاً أعلى معدل نمو منذ عام 2015. متجاوزاً تقديرات صندوق النقد الدولي (IMF) البالغة 2.8%. وشهد الاقتصاد قوه طلب محلي غير حكومي كبير حيث زاد الإنفاق الاستهلاكي النهائي الخاص بنسبة 9.7% على أساس سنوي، بينما ففز إجمالي تكوين رأس المال الثابت بنسبه 10.1% على أساس سنوي. ويتوقع صندوق النقد الدولي ارتفاع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي للمملكة العربية السعودية بنسبة 4.8% لعام 2022. ومن المتوقع تحقيق معدل النمو ذلك حيث تواصل الحكومة اتخاذ مبادرات لتحفيز الاقتصاد وسط حملات التطعيم المتزايدة. من تلك المبادرات أطلق ولي العهد السعودي الأمير محمد بن سلمان برنامجاً باسم "شريك" في مارس 2021 كجزء من خطه التنوع الاقتصادي ولضمان نمو طويل الأجل. يهدف برنامج "شريك" إلى جلب استثمارات خاصة بقيمة 5 تريليون ريال سعودي إلى الاقتصاد بحلول عام 2030 وهو جزء من برنامج استثماري أكبر بقيمة 12 تريليون ريال سعودي. وكشفت المبادرة أنه مع نهاية العقد الحالي، سيصل الإنفاق الاستهلاكي الخاص إلى 5 تريليونات ريال، بالإضافة إلى إنفاق حكومي يبلغ 10 تريليونات ريال سعودي. كما أعلن ولي العهد أيضاً عن استراتيجية جديدة في مارس 2022 يلزم بموجبها صندوق التنمية الوطني (NDF) باستثمار 570 مليار ريال سعودي في المملكة لتحفيز نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي. ومن أجل تسريع عملية التنوع الاقتصادي تم توجيه الصندوق لمضاعفه إجمالي الناتج المحلي غير النفطي بواقع ثلاثة أضعاف ليصل الـ 605 مليار ريال سعودي بحلول عام 2030. وينبغي أن تحفز هذه المبادرات الطلب المحلي وجعل الإقتصاد السعودي أكثر مرونة على المدى المتوسط إلى المدى الطويل.

الشكل 6: ارتفاع إنتاج المملكة من النفط الخام بناءً على اتفاق أوبك+



المصدر: JODI، أوبار كابيتال

الشكل 5: المستويات المرتفعة لأسعار النفط الخام لعدة سنوات هي نعمة متخفية



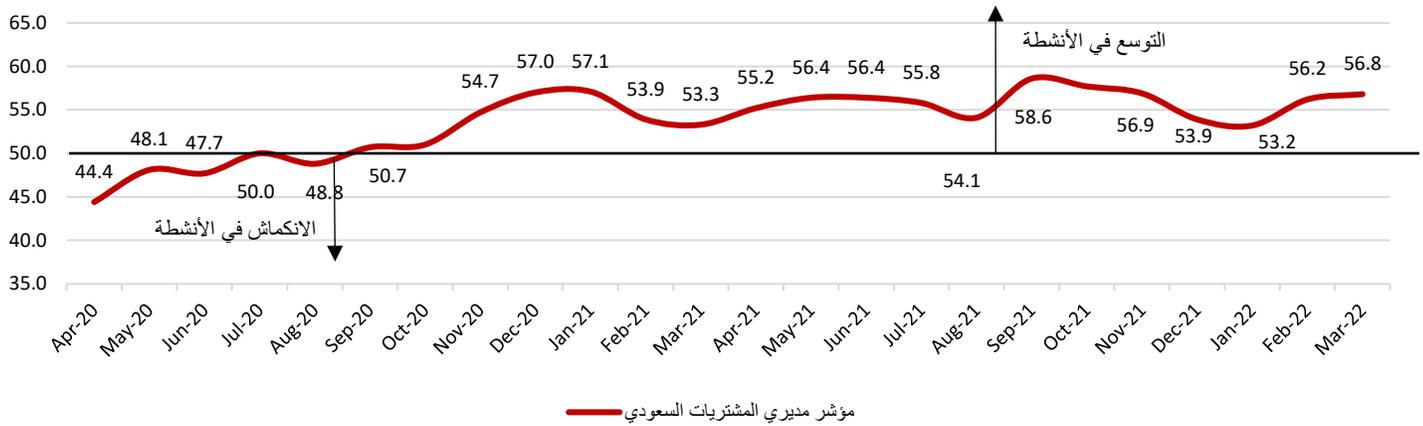
المصدر: بلومبرج، صندوق النقد الدولي، أوبار كابيتال

أدى ارتفاع متوسط أسعار النفط الخام والتعافي الاقتصادي العالمي، ومؤخرًا الحرب بين روسيا وأوكرانيا والنمو المستدام في إنتاج النفط الخام السعودي على خلفية اتفاق أوبك + في يوليو 2021 والسعي إلى زياده نمو الناتج المحلي الإجمالي، أدت هذه العوامل إلى تخفيف الضغط على المالية الحكومية. ويقدر صندوق النقد الدولي أن متوسط سعر النفط الخام في المملكة العربية السعودية سينخفض إلى 72.4 دولارًا أمريكيًا للبرميل في عام 2022 مقارنة بـ 82.4 دولارًا أمريكيًا للبرميل في عام 2021 وسط ارتفاع متوسط إنتاج المملكة من النفط الخام على أساس سنوي، وارتفاع مستوى أسعار النفط الخام، وخفض الإنفاق الذي اتخذته الحكومة، ومثل خفض / إلغاء الدعم، وما إلى ذلك. ونتيجة لذلك تقدر الحكومة تسجيل فائض في الميزانية لأول مرة منذ حوالي 10 سنوات في عام 2022 بنسبة 2.5% من الناتج المحلي الإجمالي.

### يبقى القطاع الخاص غير النفطي في وضع توسعي

ظل مؤشر مديري المشتريات السعودي للقطاع الخاص غير النفطي في وضع توسعي، مسجلًا قراءة تزيد عن 50 نقطه للشهر الثامن عشر على التوالي في فبراير 2022. وقد كان آخر قراءات مؤشر مديري المشتريات السعودي في وتيرة منخفضة ابتداءً من سبتمبر 2021 والذي كان مرتبطًا بظهور متحور اوميكرون الجديد في بداية 2022 والذي اثبت لاحقًا انه اقل ضررًا من المتوقع. كذلك إرتفعت الثقة في الأعمال وانتعشت المبيعات وارتفع طلب العملاء خلال هذه الفترة مترافقًا مع انخفاض الضغوط التضخمية إلى حد ما للشهر الثاني على التوالي. وبشكل عام تشير بيانات مؤشر مديري المشتريات إلى أن القطاع الخاص لا يزال متفائلًا على المدى المنظور ومتأقلمًا مع الوباء.

الشكل 7: مؤشر مديري المشتريات أخذ في التراجع الطفيف والاستقرار



المصدر: Trading Economics, FX Empire, Arab News, Gulf Times، اوبار كابيتال

### مشاريع ضخمة ستزيد الطلب على الأسمنت في المملكة خلال السنوات القادمة

هناك العديد من المشاريع الضخمة وبعض المشاريع الكبرى قيد التنفيذ في المملكة والتي من المتوقع أن تزيد الطلب في قطاع مواد البناء والتشييد في الفترات المقبلة. فهناك حاجة إلى هذه المشاريع أكثر من أي وقت مضى لجذب الاستثمارات الأجنبية وزيادة حجم الإنفاق في الاقتصاد، حيث تتوقع المملكة تحقيق ع بمقدار 7 تريليون دولار أمريكي في الاستثمار والإنفاق الحكومي بحلول نهاية العقد. كذلك فإن هذه المشاريع تحمل طابعًا إستراتيجيًا سياسيًا مما ينشر شعورًا بالإرتياح لدى المستثمرين الأجانب. يجب أن يُنظر إلى هذه المشاريع على انها ناجحة وسيستمر تمويلها من صندوق الاستثمارات العامة واحتياطيات بنك المركزي السعودي والاستفادة من أسواق الديون وغير ذلك. والجدير بالذكر أنه سيكون من الأسهل القيام بها حاليًا عندما ترتفع أسعار النفط فوق 100 دولار أمريكي / للبرميل.

المشروع	قيمة الاستثمار	الموقع	الوصف
نيوم	500 مليار دولار أمريكي	أقصى شمال غرب المملكة العربية السعودية بإمارة منطقة تبوك محافظة ضباء	مدينة المستقبل الضخمة التي ستكون مركزًا للنظام البيئي المبتكر والمستدام للعيش والعمل. سيعطي المشروع مساحة 26500 كيلومتر مربع ومن المتوقع أن ينتهي المشروع في عام 2030. وسيجذب المشروع ما يصل إلى 5 ملايين زائر سنويًا وسيستضيف أكثر من مليون نسمة. ومن المتوقع أن تصل مساهمة الناتج المحلي الإجمالي إلى 100 مليار دولار أمريكي بحلول عام 2030.

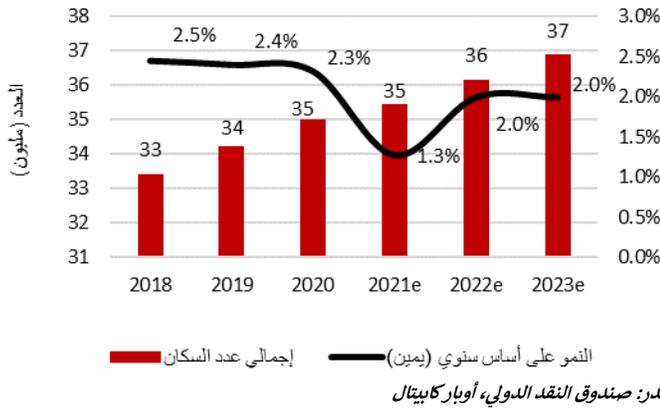
أملا	2.7 مليار دولار أمريكي	شمال غرب المملكة ضمن نطاق محمية الأمير محمد بن سلمان الملكية	سيضم المشروع السياحي الفخم نادياً للفروسية وأربعة مراسي لليخوت. المشروع عبارة عن منتجع ووجهة للنقاها والصحة والعلاج، تبلغ مساحتها 3300 كيلومتر مربع وسيكون لها مطار خاص بها. سيحتوي المشروع على 2500 غرفة فندقية فاخرة و700 فيلا سكنية. تم مؤخراً دمج المشروع مع مشروع البحر الأحمر.
مشروع البحر الأحمر	5.86 مليار دولار أمريكي / سنة	الساحل الشمالي الغربي للبحر الأحمر	يتألف المشروع عند اكتماله في عام 2030، من 50 فندقاً ومطازراً دولياً جديداً ومدينة لـ 35 ألف ساكن. سيخلق المشروع 70 ألف فرصة عمل وسيساهم بـ 5.9 مليار دولار أمريكي سنوياً في الاقتصاد. سيتكون المشروع من 9 جزر مدعومة بالمناظر الطبيعية الصحراوية والجبال الشاسعة، وسيعمل على الطاقة المتجددة، وخالية من الكربون بنسبة 100 %، مع سياسة عدم وجود نفايات في مدافن النفايات.
القدية	8 مليارات دولار أمريكي	منطقة القدية جنوب غرب مدينة الرياض	يقع المشروع على مساحة 334 كم مربع، كأكبر مدينة ترفيهية في العالم، حيث تتجاوز مساحة منتجع والت ديزني العالمي في فلوريدا بثلاثة أضعاف. سيضم المشروع 20 ألف مقعداً على قمة جرف استاد ومضمار سباق F1 وستة متزهات. ومن المتوقع أن يجلب المشروع 14.5 مليون زائر سنوياً وسيساهم بمبلغ 4.5 مليار دولار أمريكي في الناتج المحلي الإجمالي.
عسير	13 مليار دولار أمريكي	جنوب غربي عسير	تطوير مناطق الجذب السياحي على قمم عسير الشامخة؛ لتكون عسير وجهة عالمية طوال العام. معتمدة في ذلك على مكامن قوتها من ثقافة وطبيعة تجمع بين الأصالة والحداثة، وتساهم في دفع عجلة النمو الاجتماعي والاقتصادي في المنطقة. سيوفر المشروع فرص عمل جديدة، وسيعزز جودة الحياة، وترقية الخدمات الأساسية والبنية التحتية في المنطقة. يخطط صندوق الاستثمارات العامة للاستثمار بقيمة 3 مليارات دولار أمريكي لبناء 2700 غرفة فندقية و1300 وحدة سكنية و30 منطقة جذب تجاري وترفيهي في عسير بحلول عام 2030.
الجسر الأرضي	7 مليارات دولار أمريكي	من جدة إلى العاصمة الرياض	هو مشروع سكك حديدية مخطط له يشكل جزءاً من برنامج توسعة السكك الحديدية السعودية. حيث تم منح عقد تصميم قسم جدة - الرياض بطول 958 كم من المشروع وخط جديد بطول 115 كم يربط بين الدمام بالجبيل على ساحل الخليج العربي.
سكة حديد دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية (قطار الخليج)	250 مليار دولار أمريكي	في جميع أنحاء دول مجلس التعاون الخليجي	هذا المشروع هو نظام سكك حديدية مقترح لربط جميع دول مجلس التعاون الخليجي الست في شرق الجزيرة العربية. كان من المقرر أن يكتمل بحلول عام 2023.
وسط جدة (سابقاً "نيو جدة داون تاون")	20 مليار دولار أمريكي	جدة	ستسهم الأعمال التشغيلية للمشروع في فتح المجال أمام القطاع الخاص المحلي للمشاركة في تطوير وتشغيل قطاعات اقتصادية واعدة "سياحية، رياضية، ثقافية، ترفيهية" ب معايير عالمية. ومن المتوقع أن يتضمن المشروع أربعة معالم دولية كبرى وهي: دار أوبرا، ملعب رياضي عالمي المستوى، متحف متكامل، عدد من أحواض المحيطات والشعاب المرجانية، كما سيضم مرسى بمواصفات عالمية ومنتجعات شاطئية خلابة، إلى جانب مجموعة كبيرة من الفنادق والمطاعم والمقاهي المحلية والعالمية الفاخرة، والخيارات المتنوعة للتسوق.
مدينة الملك سلمان للطاقة	المرحلة الأولى 1.6 مليار دولار أمريكي	المنطقة الشرقية من المملكة العربية السعودية	هي مدينة سعودية صناعية حديثة قيد الإنشاء، تقع على مساحة 50 كيلومتراً. ويتم تطويره ليكون البوابة الرائدة لقطاع الطاقة في المنطقة، تهدف المدينة إلى توفير سلسلة الإمدادات المرتبطة بالصناعات والخدمات المساندة لقطاع الطاقة في المملكة والمنطقة بشكل عام، من خلال توفير بنية تحتية بمواصفات عالمية للمستثمرين العالميين في قطاعات أعمال التنقيب، وإنتاج النفط الخام وتكريره والصناعات البترروكيميائية، والطاقة الكهربائية، وإنتاج المياه، ومعالجتها.
الرياض الخضراء	32 مليون	عاصمة المملكة العربية السعودية، الرياض (وسط)	الرياض الخضراء هي واحدة من أربعة مشاريع عملاقة في الرياض. سيكون المشروع علامة فارقة تساهم في تحقيق الهدف الرئيسي لرؤية 2030 لتعزيز مكانة الرياض بين أفضل 100 مدينة في العالم ملائمة للعيش فيها. سيتم زراعة 7.5 مليون شجرة في جميع أنحاء مدينة الرياض في 3330 حديقة مجاورة، و 43 حديقة، و 9000 مسجد، و 6000 مدرسة، و 64 جامعة، و 390 منشأة صحية، و 1670 مرفقاً عامًا. ستعمل الأشجار أيضًا على ربط 16400 كيلومتر من الشوارع والطرق، و 2000 موقع لوقوف السيارات، و 1100 كيلومتر من الأحزمة الخضراء بما في ذلك خطوط المرافق (أبراج وخطوط أنابيب النفط، وما إلى ذلك)، و 175000 قطعة أرض خالية و 272 كيلومترًا من الوديان.

المرحلة الأولى - 2021	عاصمة المملكة العربية السعودية ، الرياض (وسط)	23 مليار	قطار الرياض
2025م	الغرب	60 مليار	مترو جدة
2022-2021م	عاصمة المملكة العربية السعودية ، الرياض	14 مليار	توسعة مدينة الملك فهد الطبية

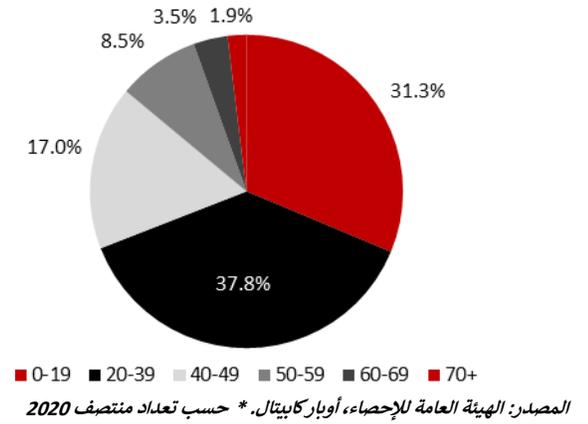
## الشباب والنمو السكاني داعم أساسي للطلب على المساكن والمباني

تتميز دول مجلس التعاون الخليجي بكثرة نسبة الشباب بين سكانها على عكس العديد من الدول المتقدمة التي تواجه مشكلة زيادة السكان من فئة كبار السن والتراجع الكلي في عدد السكان. تضم المملكة العربية السعودية 37.8% من إجمالي سكانها في المجموعة العمرية من 20 إلى 39 عامًا ، وفقًا لتقديرات السكان في منتصف عام 2020. هذا وارتفع عدد سكان المملكة بمعدل 2% تقريبًا في المتوسط خلال الفترة 2017-2020.

الشكل 9: سكان السعودية سيستمر في التوسع بمعدل يقارب 2% في المتوسط



الشكل 8: سكان السعودية من الشباب

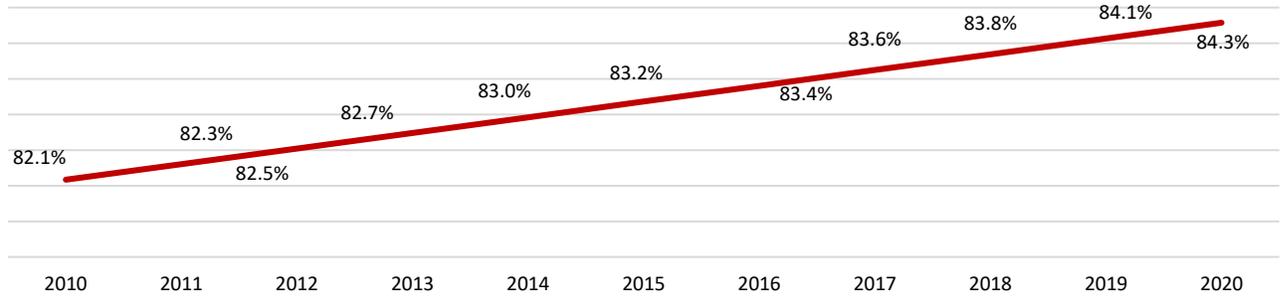


ومع ذلك ، تقلص عدد السكان الوافدين في الخليج ، الذين يمثلون عددًا كبيرًا من إجمالي السكان ، بعد جائحة كوفيد-19 مع انخفاض فرص العمل وتكثيف الحكومات في جميع أنحاء المنطقة لإعطاء الأفضلية للسكان المحليين في الوظائف الحكومية والخاصة. وفقًا لمجلس الضمان الصحي ومقرها السعودية ، غادر أكثر من 555 ألف وافد سوق العمل في المملكة العربية السعودية حتى نوفمبر 2021. ومع ذلك ، مع تحسن سوق العمل ، تسمح الحكومة السعودية بتجديد التأشيرات مجانًا للوافدين من 17 دولة وتمديد صلاحية تصاريح الإقامة تلقائيًا ، ومن المتوقع أن يتوقف الانخفاض في عدد السكان غير السعوديين. على المدى المتوسط ، ويتوقع صندوق النقد الدولي أن ينمو عدد سكان المملكة العربية السعودية بمعدل متوسط يبلغ حوالي 2% . ليهدف الى الشباب والنمو السكاني لدعم الطلب على المساكن والمباني ، لا سيما بسبب تفضيل الشباب السعودي للوحدات المنزلية المستقلة بشكل أكبر. ومع ذلك فإن الطلب على المساكن والمباني يعني أن الطلب على الأسمنت سيستمر في الارتفاع .

## التوسع العمراني السريع لدعم الطلب على المباني والمساكن

توقعت وزارة الشؤون البلدية والقروية في المملكة العربية السعودية في عام 2013 أن يقطن 88% من إجمالي السكان في المناطق الحضرية بحلول عام 2025 مقارنة بنحو 80% في عام 2000. وفقًا لأحدث البيانات الصادرة من البنك الدولي ، فقد وصل معدل التحضر في المملكة العربية السعودية إلى 84% تقريبًا في عام 2020. ويبشر النمو السكاني المرتفع في المناطق الحضرية بالخير لسوق البناء ، وبالتالي يدعم النظرة الإيجابية لمنتجي الأسمنت.

الشكل 10: يستمر عدد سكان الحضر في المملكة العربية السعودية في الارتفاع



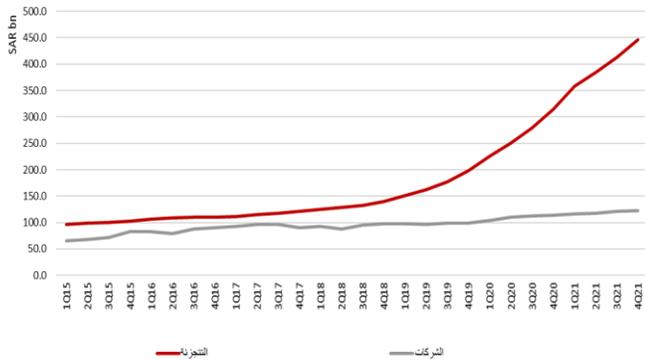
المصدر: البنك الدولي، اوبار كابيتال

ارتفعت قروض الرهن العقاري وعدد العقود بمعدل نمو سنوي مركب بلغ حوالي 60٪ خلال الفترة 2021-2016

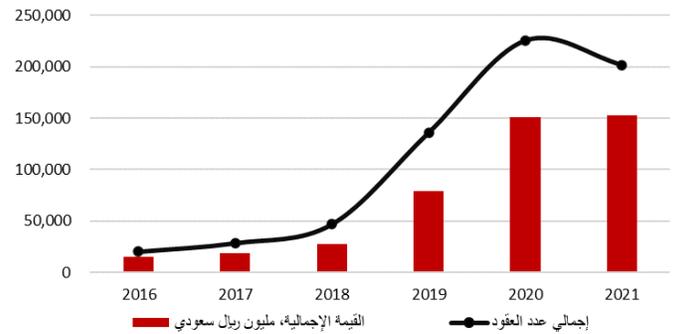
يحدد برنامج تحقيق رؤية الإسكان في إطار رؤية السعودية 2030 هدفاً يكمن في زيادة ملكية المنازل للمواطنين إلى 70٪ بحلول عام 2030. استهدفت المرحلة الأولى من البرنامج (2018-2020) طموحات رؤية 2030 من خلال إصلاح الحوكمة والتنفيذ والآليات المالية لسوق الإسكان السكني. لقد أدى البرنامج إلى تحريك الطلب على سوق الإسكان في المملكة، حيث ارتفع المؤشر الرئيسي لملكية المنازل بسرعة من 47٪ في عام 2016 إلى 60٪ في عام 2020 من خلال سهولة الحصول على التمويل، وتحسين تنظيم القطاع، وإدخال التقنيات والممارسات الحديثة، وتوسيع نطاق تسليم الوحدات السكنية بما يتماشى مع احتياجات السوق. أدى هذا البرنامج إلى جعل معدل التملك في المملكة منسجماً مع مجموعة العشرين ونظرائها الإقليميين. في المرحلة المقبلة، سيستأنف برنامج الإسكان جهوده لزيادة نسبة الأسر السعودية التي تمتلك منازل إلى 70٪ بحلول عام 2030. سيتم تحقيق ذلك من خلال استهداف الفئات الأكثر حرماناً في المجتمع. بالإضافة إلى ذلك، سيعمل البرنامج على تعزيز جاذبية القطاع للاستثمار من قبل القطاع الخاص لدعم استقرار واستدامة القطاع في ظل الظروف الاقتصادية المختلفة. إن سعي الحكومة لتحقيق أهدافها سيضمن استمرار ارتفاع الطلب على الأسمنت، وبالتالي دعم منتجي الأسمنت.

الشكل 12: قروض البنوك السعودية للقطاع العقاري

القطاع المصرفي السعودي: الإئتمان الممنوح للقطاع العقاري



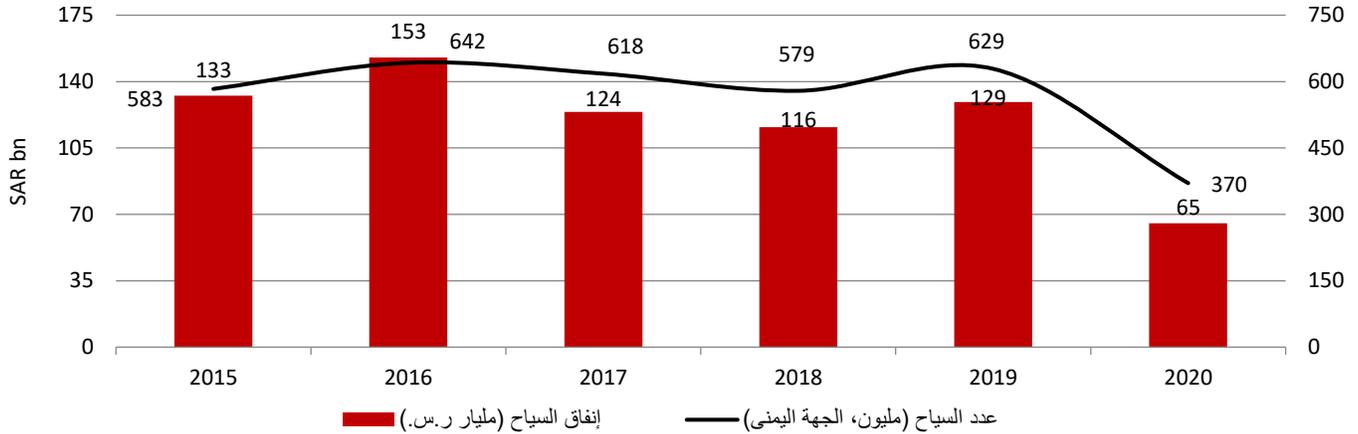
الشكل 11: شهد سوق الرهن العقاري في المملكة العربية السعودية نمواً متباطئاً



## أهداف التنمية لقطاع السياحة تدعم التوقعات المتعلقة بأنشطة البناء المزدهر

يعد تطوير مجال السياحة أحد الركائز الأساسية في جهود التنويع الاقتصادي في المملكة العربية السعودية حيث أنها تريد خفض الاعتماد على عائدات النفط والغاز. تعد السياحة أحد القطاعات المهمة في خطط رؤية المملكة العربية السعودية 2030، وقد قامت الحكومة بإدخال العديد من الإجراءات لزيادة جاذبية البلاد كوجهة سياحية. فعلى سبيل المثال، أنشأت وزارة السياحة السعودية صندوقاً للتنمية السياحية في يونيو 2020 استثمر 2 مليارات ريال سعودي في مشاريع سياحية تقدر قيمتها بنحو 6 مليارات ريال سعودي بحلول سبتمبر 2021. ووفقاً لهيئة السياحة السعودية، من المتوقع أن يساهم القطاع بنسبة 5.3٪ في الناتج المحلي الإجمالي بحلول عام 2022 وأن يوظف 800 ألف شخص مقارنة بـ 700 ألف شخص في عام 2021. في الوقت نفسه، تتطلع الحكومة أيضاً إلى جذب 60 مليون سائح بحلول نهاية عام 2022 مقابل حوالي 54 مليون سائح في عام 2021. بحلول عام 2030، من المتوقع أن تقفز مساهمة السياحة في الناتج المحلي الإجمالي إلى 10٪ وأن تتمكن من توظيف مليون شخص.

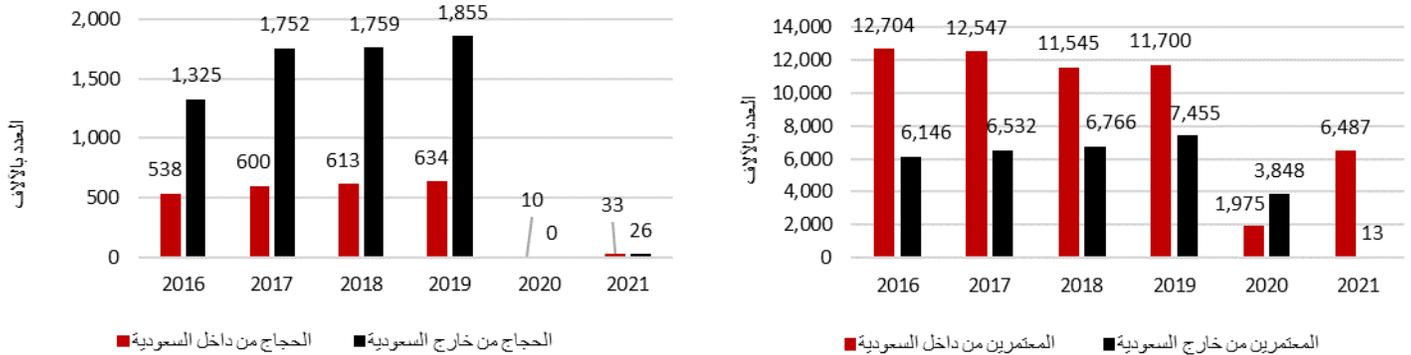
الشكل 13: أثر جائحة كوفيد 19- بشكل كبير على قطاع السياحة السعودي



المصدر: وزارة السياحة السعودية، اوبار كابيتال

وإلى جانب السياحة العامة ، تتخذ الحكومة أيضاً خطوات لإحياء السياحة الدينية التي تضررت بشدة منذ العام الماضي على خلفية وباء كوفيد-19. وتستقبل المملكة العربية السعودية عددًا كبيرًا من الزوار كل عام للحج والعمرة. حيث أعدادهم تراجعت بشكل كبير منذ العام الماضي حيث منعت المملكة الزوار الخارجيين من أداء العمرة والحج.

الشكل 14: انخفاض أعداد الحجاج والمعتمرين بشكل مضاعف



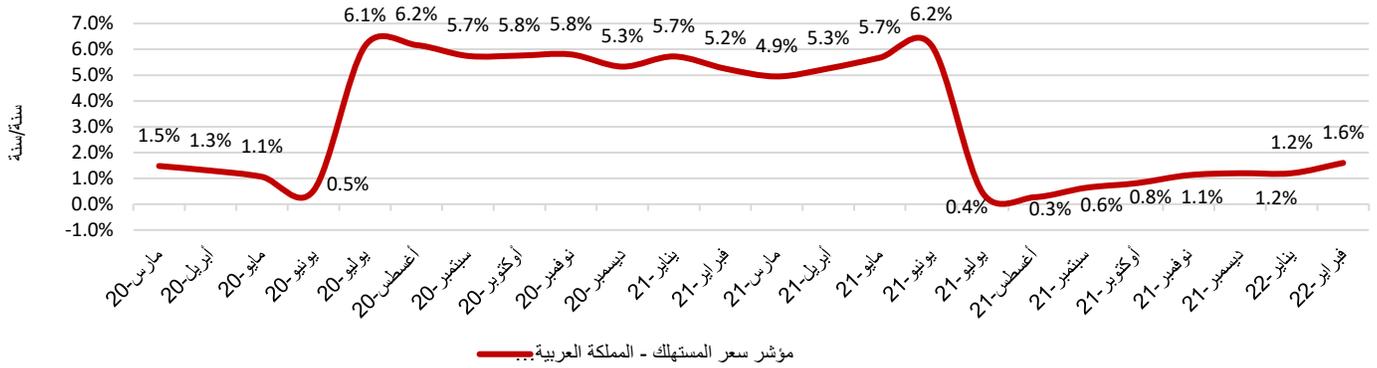
المصدر: الهيئة العامة للإحصاء، اوبار كابيتال

ونظرًا لأن الحكومة سمحت بأداء العمرة منذ أكتوبر 2020 بعد وضع انظمة السلامة المطلوبة ، فقد أدى 10 ملايين حاج العمرة حتى سبتمبر 2021 ، وفقًا لوزارة الحج والعمرة السعودية. كما انها في الآونة الأخيرة ، خفضت الحد الأدنى لسن البدء لأداء العمرة من 12 سنة إلى 5 سنوات ، وألغت الحد الأقصى للعمر وهو 50 سنة ، ورفعت جميع القيود المتعلقة بـ كوفيد على الأجانب. كما تهدف الوزارة إلى زيادة الطاقة الاستيعابية للحجاج إلى 100 ألف حاج في اليوم إلى 3.5 مليون حاج. كما أعلنت الحكومة استئناف الحج اعتبارًا من العام الجاري ، ومن المتوقع أن تنشر حصة معدلة من حجج الدول المعنية. يمثل هؤلاء السياح القادمون إلى الشعائر الدينية السوق المستهدف المهم لأصحاب الاعمال في تجارة التجزئة التجارية ، مثل المطورين والمشغلين ومديري مجمعات التسوق أو مراكز التسوق. لذلك ، نتوقع أن يظل نشاط البناء بالتجزئة التجاري منتعشًا في المملكة العربية السعودية ، وبالتالي دعم منتجي الأسمت.

### تحذير: ارتفاع معدلات التضخم في أسعار المستهلكين في السعودية. يمكن أن تؤثر سلبيًا على منتجي الأسمنت في تقليص الهامش

شهد التضخم في المملكة العربية السعودية اتجاهًا صعوديًا طفيفًا ربما يكون بقيادة أسعار السلع والوقود الجامحة الناتجة جزئيًا من اضطرابات الإمدادات بسبب الصراع المستمر بين روسيا وأوكرانيا.

الشكل 15: اتجاه التضخم في السعودية (على أساس سنوي)



المصدر: الهيئة العامة للإحصاء، أوبار كابيتال

ومع ذلك ، لا يزال أقل بكثير من المعدلات المرتفعة المسجلة العام الماضي بسبب ارتفاع ضريبة القيمة المضافة (5٪ إلى 15٪). في الوقت الحالي ، مع احتمال بقاء ضريبة القيمة المضافة عند المستوى الحالي من المرجح أن تواجه المملكة ضغوط تضخمية اسمية في نطاق 1-2٪ في المستقبل وفقاً للتوقعات. إن توقعات التضخم الحالية في المملكة العربية السعودية لا تزال معقولة ومستقرة ، والتضخم المنخفض مرغوب فيه دائماً من وجهة نظر تكاليف المدخلات لمنتجات الأسمت حيث قد لا يكون لديهم القدرة على تمرير التكاليف المتزايدة بسبب الضغوط التنافسية في الصناعة.

### قد تتسبب العيوب المتأصلة أو الكامنة للمشاريع في المملكة العربية السعودية مؤخراً في حدوث رياح معاكسة قصيرة الأجل لمنتجات الأسمت

خففت وزارة الشؤون البلدية والقروية للمتطلبات الصارمة لتصاريح البناء من خلال تأخير إصدار وثائق التأمين ضد العيوب الكامنة حتى بدء البناء. تأثر نشاط البناء سلباً عندما تم تنفيذ تحديث كود البناء السعودي في يوليو 2021 ، كما ازدادت الصعوبة عندما طلبت وزارة الشؤون البلدية والقروية نقل جميع الطلبات الجديدة إلى بوابتها (بلدي). ومن خلال التأجيل ، لقد أجمت وزارة الشؤون البلدية والقروية متطلبات سياسات تأمين العيوب المتأصلة ، والتي يجب أن تتماشى مع فترة البناء بدلاً من تصريح البناء. يعد برنامج تأمين العيوب المتأصلة مهماً باعتباره المعزز الوحيد لتحديث (هدف رؤية 2030 لوزارة الشؤون البلدية والقروية) ، واشترط إنشاء مخطط الترتيب لجميع المقاولين / المطورين على البوابة الإلكترونية. قامت وزارة الشؤون البلدية والقروية بإعادة النظر في قراراتها بعد التداعيات التي حدثت في قطاعات متعددة (مثل البناء والإسمنت والإسكان ، إلخ). وقد شملت المتطلبات الأساسية للحصول على تصاريح البناء على (1 تقرير الاستطلاع ، 2 وصك ملكية ، 3 وجود مقاول ومطور معتمد. نعتقد أنه بمجرد تطبيق قواعد العيوب المتأصلة ، سنشهد رياحاً معاكسة قصيرة المدى لمنتجات الأسمت ، حيث سيتكيف المقاولون / شركات البناء مع المتطلبات الجديدة.

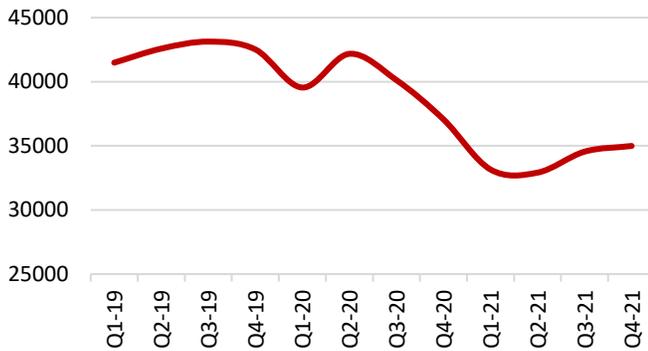


## تحسن المخزون مع الانتعاش المتوقع في الطلب

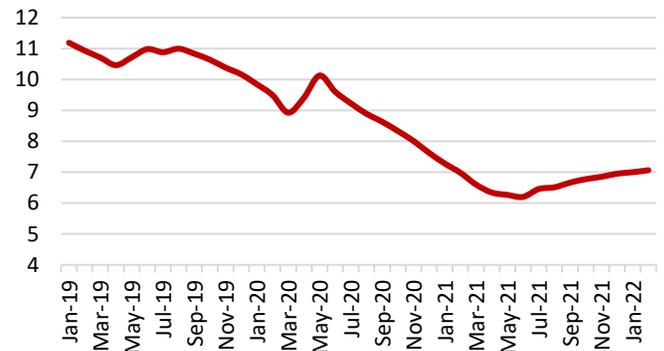
ارتفع إجمالي مخزونات الأسمنت في المملكة العربية السعودية بنسبة 1% على أساس ربع سنوي في الربع الرابع من عام 2021 بعد ارتفاعه بنسبة 5% في الربع الثالث من عام 2021 حيث تباطأت المبيعات. ومع ذلك ، فقد تراجعت مستويات المخزون خلال الأرباع القليلة السابقة حتى الربع الثاني من عام 2021 ، حيث تعافى الاقتصاد من الوباء. نعتقد أنه مع بدء بعض المشاريع المرتفعة في أسعار النفط المرتفعة ، من المتوقع أن تنتعش مبيعات الأسمنت من النصف الأول من عام 2017 ومن المتوقع أن تنخفض مستويات المخزون. انخفضت مخزونات الكلنكر بنسبة 12.8% في السنة المالية 2020 و5.6% في السنة المالية 2021. في عام 2021 ، شهد انخفاض في مخزونات اسمنت المدينة (-33.1%) والأسمنت العربية (-31.7%) وأسمنت القصيم (-26.3%). في غضون ذلك، شهد اسمنت الجنوب (+21.3%) زيادة كبيرة في المخزونات. بالنسبة لأسمنت الرياض ، كانت المخزونات ثابتة في عام 2021.

تستند توقعاتنا إلى الانتعاش في مبيعات الأسمنت في النصف الثاني من عام 2022 ، وانخفاض الإنتاج للمبيعات في هذا القطاع ، وتوقعات أفضل على الطلب طويل الأجل.

الشكل 19: القطاع - المخزون (ألف طن)



الشكل 20: القطاع - المخزون (شهور البيع)



المصدر: أرقام

## المخاطر السلبية الرئيسية على تقييم قطاع الأسمنت في المملكة العربية السعودية

تشمل المخاطر السلبية للاستثمار في قطاع الأسمنت بالمملكة العربية السعودية ما يلي:

1. تباطؤ في تنفيذ المشاريع الضخمة والتي تؤثر بشكل مباشر على أرباح القطاع.
2. يمكن للضغوط التضخمية العالمية أن تثقل كاهل الاقتصاد المحلي ويمكن أن تؤثر سلبيًا على إنفاق المستهلكين والطلب على الإسكان.
3. لا يزال ظهور متحورات جديدة من كوفيد-19 يمثل تهديدًا حتى الآن ، حيث يمكن أن يؤثر سلبيًا على الاقتصاد من خلال تأخير المشاريع وما إلى ذلك.
4. يمكن أن تؤثر مشاكل سلسلة التوريد العالمية سلبيًا على قطاع البناء ، مما قد يؤثر على الطلب على الأسمنت.

تشمل العناصر الإيجابية الرئيسية الممكن حدوثها ما يلي:

1. انتعاش اقتصادي أسرع من المتوقع والطلب على الأسمنت.
2. انتعاش أكثر من المتوقع في أسعار بيع الأسمنت.
3. ارتفاع أسعار النفط قد تكون دافع للحكومة وكذلك القطاع الخاص من زيادة الإنفاق الرأسمالي ، الأمر الذي قد يفيد قطاع الأسمنت.

## تحليل ربعي لقطاع الأسمنت السعودي

### نقاط الضعف

1. الاعتماد الشديد على صناعة البناء المحلية ومستوى الصادرات المنخفض نسبيًا. (عدم وجود تنوع جغرافي).
2. الاعتماد على البنية التحتية الحكومية والقطاع الخاص وبرامج المباني السكنية.
3. قد يواجه منتجو الأسمنت زيادة العرض من خلال الاستثمارات الكبيرة في توسعات السعة ، والتأثير سلبيًا على أسعار البيع.

### نقاط القوة

1. يعتبر الأسمنت أحد مكونات المواد الأولية في صناعة البناء ، وتمتع المملكة العربية السعودية بقطاع إنشائي مزدهر.
2. يتطلب مناخ المملكة العربية السعودية استخدام الأسمنت في بناء المنازل بدلاً من الخشب.
3. محرك تطوير البنية التحتية الحكومية يدعم صناعة الأسمنت.
4. يدعم برنامج الإسكان الحكومي صناعة الأسمنت.
5. يتمتع قطاع الأسمنت في المملكة العربية السعودية بمستوى عالٍ جدًا من التكامل للأمام والخلف.

### التحديات

1. التوترات الجيوسياسية يمكن أن تؤثر سلباً على نشاط البناء في البلاد
2. التباطؤ الاقتصادي يؤثر سلباً على نشاط البناء وبالتالي على صناعة الأسمنت.
3. التغييرات في اللوائح الحكومية المتعلقة بتوريد الوقود المدعوم، مما جعل نقل الأسمنت لمسافات أطول أرخص بالنسبة للشركات.

### الفرص

1. التنوع الجغرافي للإيرادات وخاصة عبر الحدود. اعتباراً من فبراير 2022، حيث شكلت صادرات الأسمنت 2.8% فقط من إجمالي مبيعات الأسمنت.
2. الشحن مقارنة بـ 3.1% في فبراير 2021 و 1.3% في يناير 2021.
3. الاستثمار في المصانع المتطورة تقنياً لتحسين الكفاءة.
4. مشاريع البناء الحكومية والقطاع الخاص.

## تحليل الشركة وآفاقها المتوقعة

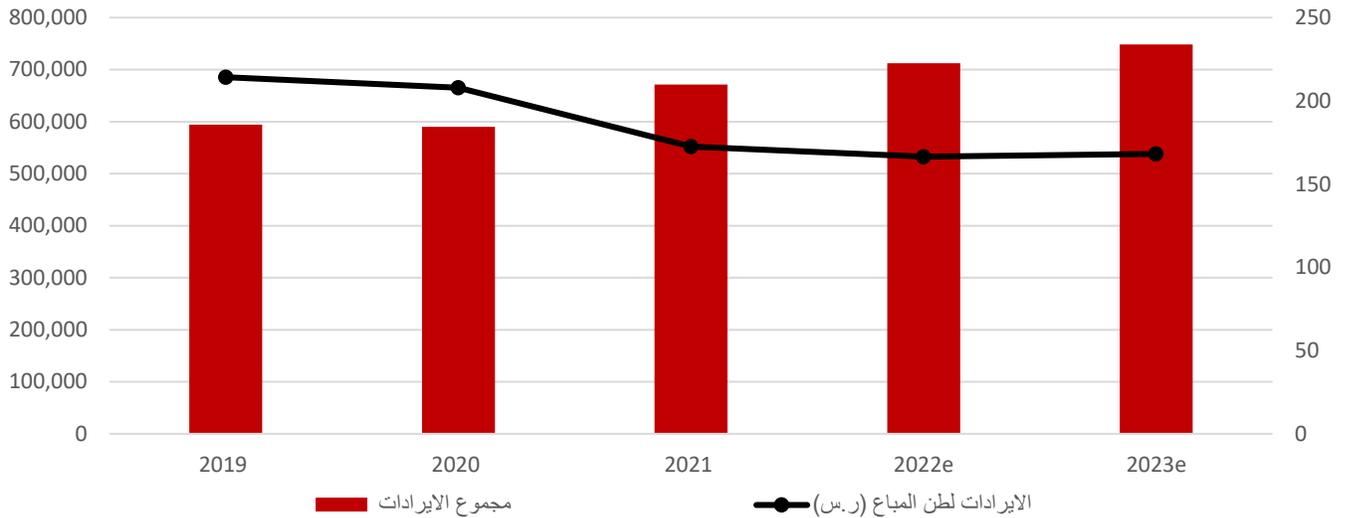
### موقع إسمنت الرياض يمنحها ميزة تنافسية...

إن موقع إسمنت الرياض في المنطقة الوسطى والذي من المتوقع أن يشهد ارتفاع في نشاط البناء سيدعم حجم مبيعات الأسمنت مستقبلاً. كما هو موضح أعلاه، نعتقد أن الضغط الحالي على أسعار البيع المرتفعة بطبيعتها سينخفض تدريجياً ابتداءً من النصف الأول لعام 2022. ومن المتوقع أن تشهد الشركة نموًا في صافي أرباحها بمعدل نمو سنوي مركب 5%، مع صافي ربح متوقع قدره 211 مليون ريال سعودي للعام المالي 2021. وسيكون النمو في صافي الربح مدفوعًا بكل من: أحجام التداول المرتفعة وأسعار البيع العالية.

### مدفوعة بخطط استراتيجية إنمائية كبرى لرياض

تخطط الحكومة لتحويل الرياض إلى واحدة من أكبر 10 اقتصادات مدن في العالم. ولتحقيق ذلك، تهدف المملكة إلى استثمار 220 مليار دولار أمريكي، ومن المتوقع أن يأتي مبلغ مماثل من القطاع الخاص، وسيتم الكشف عن أدق تفاصيل هذا الاستثمار خلال هذا العام. كما بدأت الحكومة بتحفيز الشركات متعددة الجنسيات في أوائل العام الماضي بنقل مقارها الإقليمية إلى الرياض. وستؤدي هذه الخطوات وفقاً للهيئة الملكية لمدينة الرياض إلى مضاعفة عدد السكان في عاصمة المملكة العربية السعودية إلى 15-20 مليوناً وجذب أكثر من 40 مليون زائر بحلول عام 2030. ومن المتوقع أن يدعم هذا شركات منتجي الأسمنت بالمنطقة الوسطى وأسمنت الرياض ستكون إحداها.

الشكل 20: من المتوقع أن تحسن مبيعات أسمنت الرياض مع ارتفاع أسعار البيع وكذلك ارتفاع أحجام المبيعات

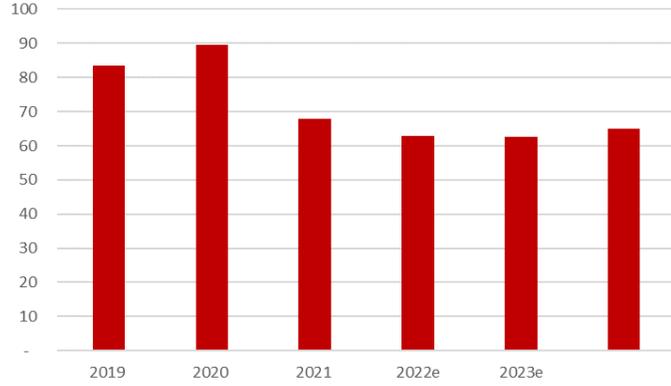


المصدر: تقارير الشركة، أوبار كابيتال

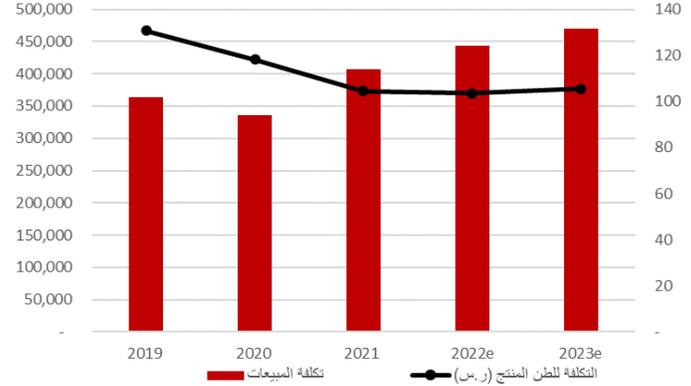
### توقعات بارتفاع تكلفه المبيعات يقابلها توقعات أخرى بارتفاع هامش الربح مدفوع بارتفاع المبيعات المحلية

من المتوقع أن تشهد أسمنت الرياض بدءاً من عام 2022 تحسناً في صافي الربح للطن نتيجة لانتعاش المبيعات المحلية. والجدير بالذكر ان الشركة لم تقم بتصدير أي كمية خلال عام 2021.

.... لكن من المتوقع أن يتحسن الهامش لكل طن



الشكل 21: تكلفة المبيعات في ارتفاع

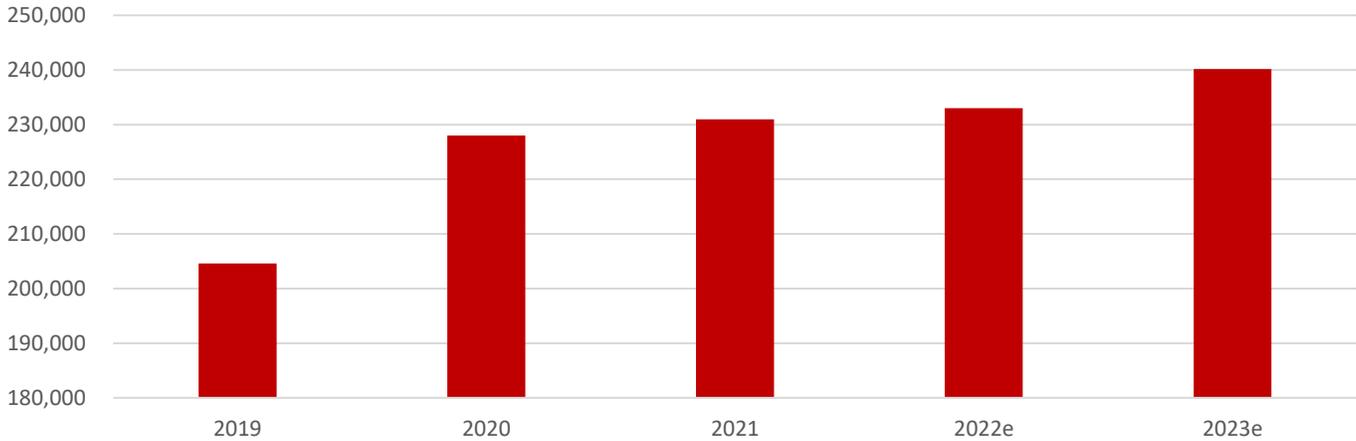


المصدر: تقارير الشركة، أوبار كابيتال

من المتوقع ازدياد النفقات التشغيلية بارتفاع المبيعات

من المتوقع أن تنمو نفقات تشغيل الشركة جنباً إلى جنب مع المبيعات. حيث سيعزز هذا صافي ربح الشركة خلال فترة التنبؤ المالي.

الشكل 22: من المتوقع أن تتحسن الأرباح التشغيلية بالتوازي مع المبيعات خلال فترة التوقعات

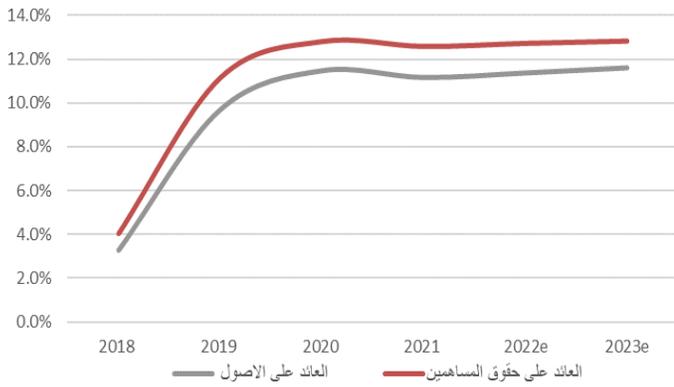


المصدر: تقرير الشركة، أوبار كابيتال

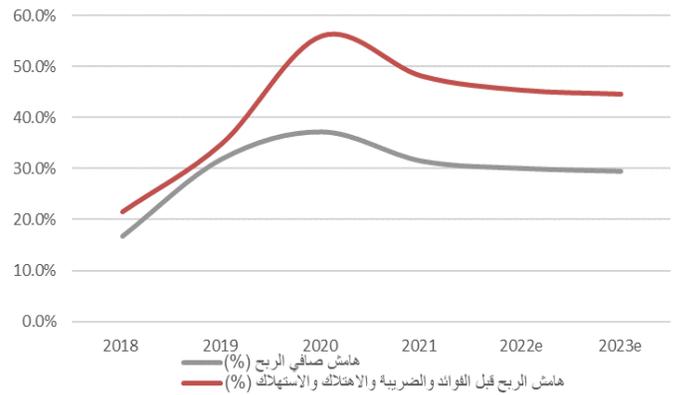
من المحتمل أن يتحسن هامش الربح الصافي عند تحسين المبيعات

بالنظر إلى توقعات انتعاش بكل من مبيعات الأسمنت وكذلك أسعار البيع، نعتقد أن أسمنت الرياض ستشهد توسعاً في هامش صافي الربح، مما سيدعم المقاييس الربحية.

الشكل 24: من المحتمل أن تتحسن الربحية في المستقبل  
الربحية



الشكل 23: انخفض هامش صافي الربح في 2021، ومن المتوقع أن يتحسن اعتباراً من عام 2022  
الهوامش (%)



### ميزانية عمومية قوية وتدفقات نقدية ثابتة ستساهم في توزيعات الأرباح

قامت شركة إسمنت الرياض بسداد ديونها الأولية ولم تلجأ إلى أي نوع من الديون لتلبية متطلبات الإنفاق الرأسمالي (النفقات الرأسمالية) منذ عام 2018 واستخدمت أموالاً داخلية لهذا الغرض. حققت الشركة باستمرار تدفقات نقدية تشغيلية بلغت حوالي 873 مليون ريال سعودي في السنوات الأربع الماضية مدعومة بهوامش ربح جيدة. ونتيجة لذلك، نما رصيدها النقدي إلى 29 مليون ريال سعودي بنهاية النصف الأول من عام 2021 مقابل 19.5 مليون ريال سعودي في نهاية العام المالي 2020 و 20 مليون ريال سعودي في نهاية العام المالي 2016.

### نمو المستحقات قد يشكل مصدر قلق، لكن المبيعات أيضاً ستستمر في الارتفاع

ارتفاع حجم التجارة وجميع المستحقات بنسبه 50% في نهاية النصف الأول من عام 2021 مقارنة بنهاية العام المالي 2020. بالإضافة إلى ذلك، في نهاية النصف الأول من عام 2021 استحوذ أكبر ثلاثة عملاء على 83% من المستحقات التجارية غير المسددة (31 ديسمبر 2020: استحوذ أكبر ثلاثة عملاء على 85%).

نعتقد أن الارتفاع في حجم التجارة وجميع المستحقات ليست مدعاة للقلق حيث ارتفعت المبيعات أيضاً بنسبة 34% على أساس سنوي خلال النصف الأول من العام 2021 مقارنة بالنصف الأول من عام 2020.

### تحليل ربعي لشركة إسمنت الرياض

نقاط القوة	نقاط الضعف
<ol style="list-style-type: none"> <li>إدارة وتشغيل مصانع الأسمنت بنوعيتها: إنتاج الأسمنت الأبيض وإنتاج الأسمنت البورتلاندي العادي والمقاوم (الأسمنت الرمادي). يستخدم الأسمنت الأبيض في الجمال المعماري والديكورات الداخلية والخارجية والأرضيات ومنتجات الخرسانة المزخرفة مثل الأبنام بينما يستخدم الأسمنت الرمادي في الغالب لأغراض البناء.</li> <li>تجارة الجملة والتجزئة في منتجات الشركة ومواد البناء.</li> <li>الموقع الممتاز للمحطات للاستفادة من الطفرة العمرانية المتوقعة في منطقة الرياض.</li> <li>إنشاء أو المشاركة في إنشاء شركات خدمات صناعية بغرض تقديم الصيانة والخدمات للمصانع داخل وخارج المملكة.</li> <li>تملك الأراضي والعقارات وبراءات الاختراع والاستفادة منها في تحقيق أغراضها الصناعية.</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>الاعتماد القوي على مبيعات الأسمنت المحلية.</li> <li>الاعتماد على الوقود الأحفوري كوقود أساسي لإنتاج الطاقة.</li> <li>الاعتماد على مشاريع البنية التحتية المدعومة من الحكومة.</li> </ol>

6. الميزانية العمومية خالية من الديون.	التحديات
<p><b>الفرض</b></p> <p>1. الطلب على المساكن بسبب الزيادة في قروض الرهن العقاري والمشاريع الحكومية الضخمة في إطار رؤية 2030.</p> <p>2. التنوع الجغرافي.</p> <p>3. تحسين توفير الطاقة لتحسين الكفاءة.</p> <p>4. الحفاظ على البيئة باستخدام التقنيات الحديثة في إنتاج الطاقة.</p> <p>5. تحسين كفاءة أنظمة التشغيل وأنظمة إعادة التدوير واستخدام عوادم التصنيع لإنتاج الطاقة الكهربائية وتقليل الانبعاثات وخاصة ثاني أكسيد الكربون.</p> <p>6. التوقف عن استخدام الوقود الأحفوري الباهظ لإنتاج الطاقة ومصدر احتياجات الطاقة من أنواع الوقود البديلة.</p>	<p>1. الشركات الجدد.</p> <p>2. التغييرات التنظيمية ، على سبيل المثال زيادة ضريبة القيمة المضافة في عام 2020.</p> <p>3. انخفاض أسعار النفط مما قد يؤثر سلباً على تنفيذ المشاريع الكبرى.</p>

### نظرة عامة على أداء السنة المالية 2021

بالرغم من التحديات الصعبة والمنافسة القوية التي شهدتها أسواق قطاع الأسمنت هذا العام ، فقد حققت الشركة مكاسب جيدة من خلال: وقد دعم ذلك الشركة في تحقيق زيادة في مبيعات الأسمنت الأسود إلى 3.52 مليون طن ، بزيادة قدرها 40% عن عام 2020. زيادة مبيعات الأسمنت الأبيض إلى 368 ألف طن ، بزيادة قدرها 15% عن عام 2020.

أدت المبيعات الحجمية إلى نمو مضاعف في الإيرادات: في السنة المالية 2021 ، بلغت إيرادات الأسمنت الأبيض السعودي 671.1 مليون ريال سعودي (+ 14% على أساس سنوي) بسبب زيادة أحجام الأسمنت الأسود والأسمنت الأبيض ، وعلى الرغم من الانخفاض في تحقيق الطن. (-17% على أساس سنوي).

ومع ذلك ، انخفض صافي ربح الشركة بنسبة 4% على أساس سنوي إلى 211 مليون ريال سعودي لعام 2021 ، ويرجع ذلك إلى حد كبير إلى قفزة في نفقات التشغيل. انخفض صافي الهامش إلى 31.5% في السنة المالية 2021 من 37.3% في السنة المالية 2020.

سددت الشركة جميع قروضها لعام 2021 ، وفي الوقت نفسه ، حافظت على استمرار دفع التوزيعات السنوية لمساهميها عند 1.75 ريال للسهم عن عام 2021.

YoY 2021/2020	2021	2020	2019	2018	2017	حجم الإنتاج والمبيعات (ألف طن)
0						
-2%	3,280	3,332	2,072	1,545	2,134	إنتاج الكلنكر الأسود
39%	3,519	2,523	2,512	1,961	2,785	إنتاج الأسمنت الأسود
40%	3,522	2,517	2,499	1,980	2,785	مبيعات الأسمنت الأسود
-6%	252	267	269	279	281	إنتاج الكلنكر الأبيض
17%	373	319	271	275	239	إنتاج الأسمنت الأبيض
15%	369	321	274	282	247	مبيعات الأسمنت الأبيض

المصدر: تقرير مجلس الإدارة 2021

### قمنا بوضع توصية "شراء" على خلفية نمو المبيعات والهوامش الجديدة

تمتلك شركة اسمنت الرياض استراتيجية عمل واضحة، تركز في الغالب على النمو الاساسي. من وجهة نظرنا ، فإن الشركة في وضع جيد لتعزيز الإيرادات للمضي قدماً ، مدفوعاً بالتحسن المتوقع في الظروف الاقتصادية والمشاريع المتوقعة الجديدة والمستمرة. نعتقد أن الشركة في وضع قوي للاستفادة من حملة البناء في الرياض وحولها ، قبل تنفيذ برنامج تحويل بمليارات الدولارات كخطوة من الحكومة لتعزيز الاستثمار. علاوة على ذلك ، تشهد المنطقة الوسطى من المملكة العربية السعودية نمواً قوياً في مبيعات الأسمنت ، وتقع شركة اسمنت الرياض في هذه المنطقة. في فبراير 2022 ، انخفضت شحنات الأسمنت حتى تاريخه بنسبة 9.7% على أساس سنوي إلى 9.2 مليون طن. وشهدت المنطقة الوسطى أعلى نسبة نمو بلغت 6.3% على أساس سنوي ، وسجلت المناطق الشمالية والجنوبية والشرقية والغربية انخفاضاً سنوياً بنسبة 22.9% و 19.8% و 17.2% و 9.8% على التوالي.

علاوة على ذلك ، تمتلك الشركة ميزانية عمومية خالية من الديون تساعد في الحفاظ على ربحيتها وبالتالي زيادة العوائد للمساهمين في المستقبل. انخفض السهم بنسبة تزيد عن 20% منذ نهاية السنة المالية 2020. في المقابل ، قفز مؤشر تداول بأكثر من 40% في نفس الفترة. وفقاً لذلك ، نعتقد أن هناك مجالاً لارتفاع السعر. بشكل عام ، نخصص توصية "شراء" للسهم بسعر مستهدف يبلغ 41.6 ريال سعودي ، مما يعني ارتفاعاً بنسبة 20.3%.

## عن شركة أسمنت الرياض

إن شركة أسمنت الرياض (الشركة السعودية للأسمنت الأبيض سابقًا ، (رمز بلومبرج: SAWCEM AB EQUITY)) هي شركة مساهمة سعودية تأسست عام 1997 برأس مال مدفوع قدره 1.2 مليار ريال سعودي. إنها الشركة المصنعة الأولى والرائدة للأسمنت الأبيض في المملكة العربية السعودية وبدأت إنتاج الأسمنت الأبيض في عام 2001. تبلغ طاقتها الحالية مليون طن من الكلنكر الأبيض سنويًا مما يجعلها واحدة من أبرز مصنعي الأسمنت الأبيض على مستوى العالم. بدأت شركة أسمنت الرياض (RCC) إنتاج الأسمنت الرمادي في عام 2007. أسمنت الرياض هي واحدة من أكبر شركات الأسمنت الرمادي في المملكة العربية السعودية بقدرة إجمالية مركبة تزيد عن 3.5 مليون طن من الكلنكر الرمادي سنويًا. بالنظر إلى النهضة العمرانية والنمو الاقتصادي الذي شهدته المملكة العربية السعودية في السنوات الأخيرة ، فإن كلا مصنعي الشركة يكملان بعضهما البعض بشكل مثالي في بناء الدولة وقد ارتبطا بالعديد من المشاريع البارزة في المملكة لأكثر من عقدين.

### مصنع الأسمنت الأسود:

يحتوي مصنع الأسمنت الأسود على خطي إنتاج بطاقة إنتاجية 11 ألف طن في اليوم بما يعادل 3.5 مليون طن سنويًا.

### مصنع الأسمنت الأبيض:

يحتوي مصنع الأسمنت الأبيض على خط إنتاج بطاقة إنتاجية 1000 طن في اليوم بالإضافة إلى أحد خطوط الأسمنت الأسود (إنتاج مزدوج) بطاقة إنتاجية 2000 طن في اليوم وبالتالي يمكن للشركة إنتاج (1,000,000) طن سنويًا.

## منتجات

### الأسمنت الأسود:

- 1- الأسمنت البورتلاندي العادي (OPC): الاستخدامات: الخرسانة المسلحة ، وصناعة الأنابيب الخرسانية ، والهياكل الخرسانية سابقة الصب ، وصناعة الكتل.
- 2- الأسمنت البورتلاندي المقاوم للكبريتات: الاستخدامات: الأقبية والمنشآت الساحلية وأنظمة الصرف الصحي وإنشاء السدود والجسور.
- 3- الأسمنت البورتلاندي الجاهز (FC): الاستخدامات: أعمال الجص والتشطيب ، الخرسانة الإسفنجية (تبطين الأرضيات قبل الرصف).

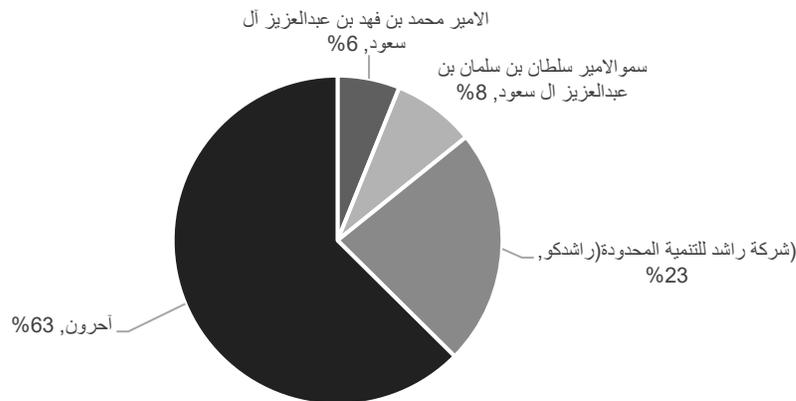
### أسمنت أبيض:

1. أسمنت بورتلاندي أبيض من النوع الأول (CEMI 52.5N): الاستخدامات: الديكور ، والرصف ، والخرسانة الملونة ، والبلاط والإنترلوك ، والحجر الصناعي ، والخرسانة المسلحة بالألياف الزجاجية (GRC).

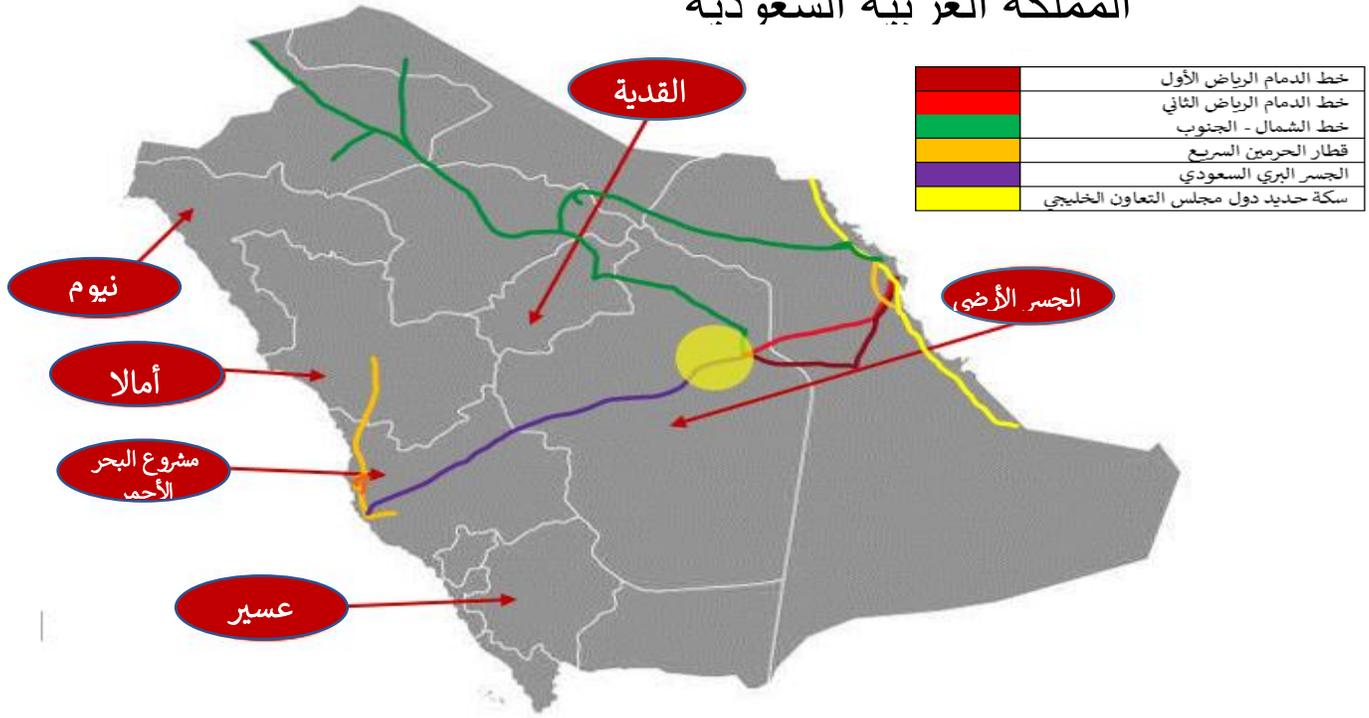
2- أسمنت بورتلاندي أبيض من النوع الثاني (CEMII 42.5N): الاستخدامات: رصف - حشوات تركيب رخام - جص ملون - دهان بروفيل على الواجهات الخارجية.

أصبحت الشركة مدرجة في السوق الموازية "نمو" في 2 سبتمبر 2020. في 28 ديسمبر 2020 ، وافقت الجمعية العمومية على تغيير اسم الشركة ليصبح "شركة أسمنت الرياض"، وتم الانتهاء من الإجراءات القانونية لهذا القرار. من قبل إدارة الشركة خلال يناير 2021. العنوان المسجل للشركة هو: صندوق بريد 17775 الرياض، 11494 المملكة العربية السعودية. ترتبط جميع عمليات الشركة بقطاع تشغيلي واحد وهو تصنيع الأسمنت ويتم بيعه إلى حد كبير للعملاء المحليين. رأس مال الشركة المصرح به والمصدر هو 1.200.000.000 ريال سعودي مقسم إلى 120 مليون سهم بقيمة 10 ريالات سعودية لكل سهم.

### الشكل 45: أسمنت الرياض: هيكل المساهمين

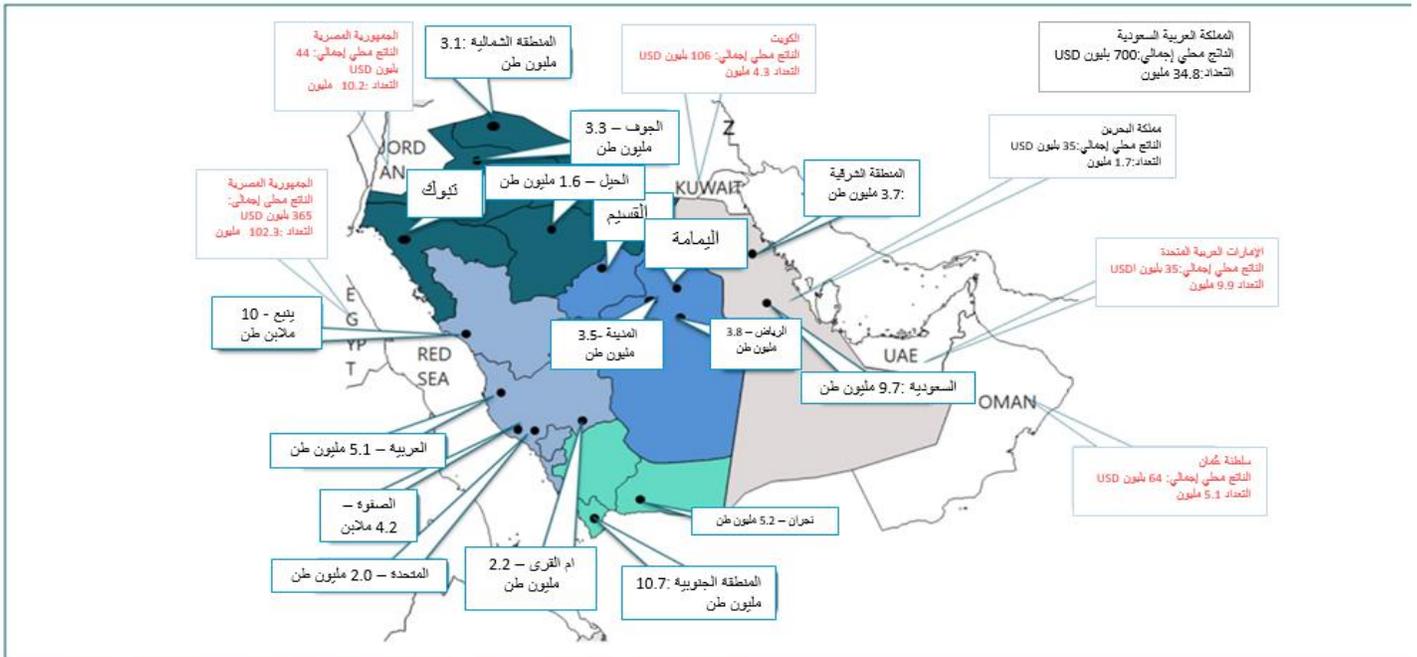


## المملكة العربية السعودية



المصدر: اوبار كابيتال، وسائل الإعلام المختلفة. يشير اللون الأصفر إلى منطقة الرياض حيث تقع شركة أسمنت الرياض.

## مواقع مصانع الأسمنت



GASTAT, Company website, SFC, IMF I GDP & Population for countries are 2020 numbers sourced from World Bank.

Source | Notation for companies includes cement company name along with plant capacity in tons.

This slide is for information purposes only with data collated from above sources.

المصدر: البنك السعودي الفرنسي، كتاب الرسوم البيانية للأسمنت السعودية، مارس 2022

البيانات المالية الرئيسية						
بمليون ريال سعودي ، ما لم يذكر خلاف ذلك						
24 متوقع	23 متوقع	22 متوقع	السنة الماليه 21	السنة الماليه 20	السنة الماليه 19	
<b>بيانات الدخل</b>						
782	748	712	671	590	594	الدخل
(491)	(470)	(443)	-407	-336	-364	تكلفه الإيرادات
<b>291</b>	<b>278</b>	<b>269</b>	<b>264</b>	<b>254</b>	<b>230</b>	<b>اجمالي الربح</b>
(4)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	مصاريف بيع وتوزيع
(38)	(36)	(35)	(34)	(20)	(21)	مصاريف إداريه
2	2	2	4	1	0	إيرادات أخرى
<b>251</b>	<b>240</b>	<b>233</b>	<b>231</b>	<b>228</b>	<b>205</b>	<b>ربح العمليات</b>
-0	-0	-0	-1	-2	-10	تكاليف تمويل
<b>251</b>	<b>240</b>	<b>233</b>	<b>230</b>	<b>226</b>	<b>195</b>	<b>الدخل قبل الزكاه وضريبه الدخل</b>
-6	-2	-1	-18	-1	-0	ضريبه الدخل
<b>231</b>	<b>221</b>	<b>215</b>	<b>212</b>	<b>220</b>	<b>190</b>	<b>صافي الدخل للمساهمين</b>
<b>الميزانيه العموميه</b>						
291	288	285	282	297	255	المخزون
213	211	209	207	145	119	مديونون تجاريون وارصده مدينه أخرى
26	37	49	36	20	30	النقد و الارصده المصرفيه
1,419	1,364	1,318	1,345	1,408	1,468	ممتلكات و آلات ومعدات
4	3	3	3	3	3	حق استخدام الأصول
<b>1,982</b>	<b>1,929</b>	<b>1,886</b>	<b>1,892</b>	<b>1,905</b>	<b>1,934</b>	<b>الموجودات المتداوله</b>
-	-	-	-	31	42	إقتراضات
36	35	35	35	104	27	أرصده دائنه ومصروفات مستحقه
4	4	4	4	4	4	مطلوب الإيجارات الحاليه
<b>184</b>	<b>182</b>	<b>181</b>	<b>220</b>	<b>208</b>	<b>192</b>	<b>إجمالي الالتزامات</b>
1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	رأس المال المصدر
238	187	146	111	137	179	أرباح مرحله (خسائر متراكمه)
<b>1,798</b>	<b>1,747</b>	<b>1,706</b>	<b>1,671</b>	<b>1,697</b>	<b>1,743</b>	<b>إجمالي حقوق المساهمين</b>
<b>التدفقات النقدية</b>						
240	213	197	207	72	437	صافي التدفقات النقدية من الانشطه التشغيليه
(75)	46	(27)	(67)	-	(1,538)	صافي التدفقات النقدية من الانشطه الاستثماريه
(326)	(179)	(210)	(267)	(72)	(1,989)	صافي التدفقات النقدية من الانشطه التمويليه
<b>26</b>	<b>37</b>	<b>49</b>	<b>36</b>	<b>20</b>	<b>30</b>	<b>صافي الزيادة (النقص ) في النقدية وشبه النقدية.</b>
<b>النسب الرئيسية</b>						
37.2%	37.2%	37.8%	39.4%	43.0%	38.7%	هامش الربح الإجمالي (%)
44.5%	44.5%	45.3%	48.1%	55.9%	34.9%	الأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك واستهلاك (إبتدا)
32.1%	32.1%	32.7%	34.4%	38.6%	34.4%	هامش التشغيل (%)
29.6%	29.6%	30.1%	31.5%	37.3%	32.0%	صافي الهامش (%)
11.6%	11.6%	11.4%	11.1%	11.5%	9.7%	معدل العائد على الأصول
12.8%	12.8%	12.7%	12.6%	12.8%	11.1%	معدل العائد على حقوق المساهمين
395.0%	395.0%	298.2%	346.3%	288.8%	267.9%	نسبة التداول
6.2%	6.2%	-3.8%	-5.4%	-10.1%	-11.3%	التفقات الرأسمالية / المبيعات
0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	2.1%	2.6%	نسبة الدين إلى حقوق الملكية
184.3%	184.3%	178.8%	176.4%	183.3%	158.4%	ريحية السهم
1421.4%	1421.4%	1392.7%	1447.6%	1413.9%	1452.2%	القيمة الدفترية للسهم الواحد
150.0%	150.0%	150.0%	150.0%	125.0%	50.0%	حصه الأرباح للسهم الواحد
81.4%	81.4%	83.9%	85.0%	68.2%	31.6%	معدل توزيع الأرباح
4.3%	4.3%	4.3%	4.5%	4.0%	-	عائد توزيعات الأرباح
1877.6%	1877.6%	1935.3%	1871.0%	1702.2%	-	نسبة السعر إلى الربح
243.4%	243.4%	248.4%	228.0%	220.7%	-	نسبة السعر إلى القيمة الدفترية
1265.7%	1265.7%	1310.2%	1251.6%	1146.7%	-	مضاعف قيمة المؤسسة إلى مؤشر إبتدا
34.6	34.6	34.6	33.0	31.2	-	السعر في نهاية الفترة*

## للتوضيح

### توصية

أكبر من 20 %	شراء
من 10+ % و 20+ %	تراكم
من 10+ % و 10- %	احتفاظ
من 10- % و 20- %	تقليل
أصغر من 20- %	بيع



أوبار كابيتال ش.م.ع.م. (U Capital)

الموقع الإلكتروني: [www.u-capital.net](http://www.u-capital.net)

صندوق البريد: 1137

الرمز البريدي: 111 ، سلطنة عمان

الهاتف: +968 2494 9000

الفاكس: +968 2494 9099

البريد الإلكتروني: [research@u-capital.net](mailto:research@u-capital.net)

إخلاء المسؤولية: تم إعداد هذا التقرير بواسطة أبحاث شركة أوبار كابيتال ش.م.ع.م. (U Capital) لأغراض توفير المعلومات فقط وتحت أي ظرف لا يجوز استخدام هذا التقرير كتوصية ولا يجوز اعتباره عرض بيع أو شراء أي أوراق مالية. ومع حرصنا الشديد على أن تكون المعلومات الواردة في التقرير صحيحة أو غير مضللة في وقت النشر إلا أننا في نفس الوقت لا نؤكد دقتها أو اكتمالها. وبناء عليه يجب ألا يعتمد عليها بشكل كامل. كما لا تتحمل شركة أوبار كابيتال ش.م.ع.م. (U Capital) بأية حال من الأحوال أي مسؤولية مباشرة أو غير مباشرة عن أي خسارة تنتج عن أي استخدام لهذا التقرير أو محتوياته. هذا ولا يجوز إعادة نسخ هذا التقرير أو توزيعه أو نشره بواسطة أي متلقي لأي غرض من الأغراض