

## مُعْذِي لِلنمو الصناعي في المملكة العربية السعودية

### سهم مستقر وموزع للأرباح

التوصية	حياد
السعر المستهدف خلال 12 شهر	52.00 ريال

السعر في 12 يناير (ريال)	48.20
التغير	%7.9
عائد الأرباح الموزعة	%4.6
إجمالي العوائد المتوقعة	%12.5

### بيانات السوق

أعلى/أدنى سعر خلال 52 أسبوعاً (ريال)	44.3/52.4
القيمة السوقية (مليون ريال)	12,050
الأسهم المتداولة (مليون سهم)	250
الأسهم المتاحة للتداول (الأسهم الحرة)	%30
متوسط حجم التداول اليومي (12 شهر)	4,697,082
رمز بلومبيرغ	MARAFIQ AB

يعتمد تقييمنا البالغ 12.9 مليار ريال (52 ريال للسهم) على طريقة التوزيعات النقدية المخصومة بالإضافة إلى طريقة التحليل المقارن. تشير افتراضات التقييم لدينا لتكلفة حقوق الملكية نسبتها 8.5% ومعدل نمو مستدام نسبته 2.8%. بالإضافة إلى، مضاعف قيمة المنشأة إلى EBITDA عند 10.0 مرة وقيمة المنشأة إلى الإيرادات عند 4.0 مرة. ننظر إلى مستقبل شركة مرافق على أنه مرتبط ارتباطًا وثيقًا بالتنمية الصناعية في المملكة ويعتمد على النمو الاقتصادي في البلاد. تتمتع الشركة بكونها المزود الوحيد لخدمات المياه في مدينتي الجبيل وينبع الصناعيتين، فضلًا عن كونها المورد الوحيد لخدمات الطاقة في مدينة ينبع الصناعية، مما يجعل أعمالها أكثر استقرارًا، وهذا من الممكن أن يمهّد الطريق أمام الشركة لتتوسّع بشكل أكبر في المدن الأحدث (رأس الخير الصناعية وجازان للصناعات) بالإضافة إلى المشاركة في عطاءات تنافسية جديدة لمشاريع جديدة خارج مناطق الهيئة الملكية للجبيل وينبع. نعتقد أن نسبة التوزيعات النقدية الجذابة هي حالة استثمارية رئيسية لشركة مرافق.

### الاستفادة من التقدم الصناعي في المملكة العربية السعودية

دعم الحكومة غير المسبوق لتحفيز النمو الصناعي في المملكة من خلال المدن الصناعية القائمة في الجبيل وينبع والمدن الصناعية القادمة رأس الخير الصناعية وجازان للصناعات والتي من المتوقع أن تعود بالنفع على الشركة. تعتبر شركة مرافق المزود الوحيد للطاقة والمياه لهذه المدن (باستثناء الطاقة حيث أنها من خلال توريد وجواب في الجبيل).

### شركة مرافق مدعومة من مساهمين معروفين

الشركة مدعومة من قبل بعض أكبر الأسماء المعروفة حيث يعتبر كلاً من صندوق الاستثمارات العامة وأرامكو السعودية وسابك والهيئة الملكية مساهمين رئيسيين فيها. يمكن القول إن هؤلاء المساهمين هم المحركون الرئيسيون للاقتصاد السعودي ووجودهم يدل على أهمية شركة مرافق. يقدم هؤلاء المساهمون أيضًا الخبرات الرئيسية إلى مجلس إدارة الشركة.

### نمو إجمالي الإيرادات بمعدّل نمو سنوي مركب يبلغ 4.0% للفترة ما بين 2022 و2026

نظرًا للتحسن المطرد في جميع قطاعات التشغيل وطبيعة أعمال الشركة، تمكنت شركة مرافق من تحقيق إيرادات مستقرة على مدار الأعوام الثلاثة الماضية في نطاق ضيق من 6.09-6.19 مليار ريال. نعتقد أن شركة مرافق لديها مجال أكبر للنمو في المستقبل بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 4.0% بين عامي 2022-2026 لتصل إلى 7,528 مليون ريال في عام 2026.

### نسبة توزيعات نقدية جذابة

على مدار الأعوام الثلاثة الماضية، حافظت شركة مرافق على توزيعات نقدية بقيمة 0.50 ريال للسهم أو أكثر. حدّدت سياسة توزيع الأرباح، بتوزيع 550 مليون ريال للعامين 2022 و2023. بعد ذلك، من المستهدف أن تكون نسبة الأرباح الموزعة عند 80%.

### جدول 1: الملخص المالي والنسب الرئيسية (2021-2025)

2025*	2024*	2023*	2022*	2021	قائمة الدخل (مليون ريال)
7,252	6,987	6,716	6,450	6,192	المبيعات
1,136	1,095	1,051	1,007	905	الدخل الإجمالي
1,284	1,237	1,187	1,137	998	الدخل التشغيلي
884	846	805	917	632	صافي الدخل
%15.7	%15.7	%15.7	%15.6	%14.6	النسب الرئيسية
%17.7	%17.7	%17.7	%17.6	%16.1	الهامش الإجمالي
%12.2	%12.1	%12.0	%14.2	%10.7	الهامش التشغيلي
					الهامش الصافي

المصدر: الرياض المالية  
متوقعة\*

## ■ نظرة عامة على القطاع

### متطلبات كهرباء عالية للفرد في المملكة العربية السعودية

يستلزم ارتفاع استهلاك الكهرباء في المملكة العربية السعودية قطاعي طاقة ومياه قويين. في عام 2019، بلغ نصيب الفرد من الكهرباء 9,918 كيلو واط في الساعة، وهو أعلى من معظم دول أوروبا والشرق الأوسط وشمال إفريقيا والمتوسط العالمي البالغ 3,089 كيلو واط ساعة. يرجع ارتفاع استهلاك الكهرباء في المملكة بشكل رئيسي إلى ارتفاع استهلاك الكهرباء في المناطق السكنية، وذلك بسبب الاعتبارات المناخية والعادات الاجتماعية، وزيادة احتياجات الأفراد من الأجهزة الكهربائية الحديثة، بالإضافة إلى ارتفاع خسائر الشبكة.

### شكل 1: استهلاك الفرد من الكهرباء (كيلو واط ساعة في السنة)



المصدر: إدارة معلومات الطاقة الأمريكية، الرياض المالية

### استهلاك المياه للفرد في تزايد مستمر

وفقاً للهيئة العامة للإحصاء، ارتفع متوسط استهلاك الفرد اليومي من المياه في المملكة بشكل مستمر من عام 2010 إلى عام 2018، مع انخفاض طفيف في عام 2017، حيث بلغ استهلاك الفرد من المياه 278 لتراً في عام 2018 مقارنة بسلطنة عمان عند 160 لتراً في عام 2019 و127 لتراً في ألمانيا. نعتقد أن ارتفاع نصيب الفرد من استهلاك المياه في المملكة يرجع إلى العادات الاجتماعية وقلة الوعي باستهلاك المياه.

### جدول 2: متوسط استهلاك الفرد اليومي من المياه في المملكة العربية السعودية (لتر)

2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	استهلاك المياه
278	265	270	263	253	249	238	235	231	227	النمو %
%4.9	(%1.9)	%2.7	%4.0	%1.6	%4.6	%1.3	%1.7	%1.8		

المصدر: الهيئة العامة للإحصاء، الرياض المالية

## المبادرات الحكومية في دعم قطاع الطاقة

تعتبر الحكومة من المساهمين الرئيسيين في نمو العديد من القطاعات الاقتصادية الحيوية في المملكة حيث تمتلك حاليًا حصصًا مسيطرة فيها بشكل مباشر أو غير مباشر من خلال الهيئات الحكومية وشبه الحكومية. ومع ذلك، تعزز الحكومة زيادة مشاركة القطاع الخاص في الاقتصاد لتحقيق الكفاءة وتقليل الاعتماد على الحكومة. تتمثل أهداف رؤية 2030 الأكثر صلة بقطاع الطاقة في زيادة مساهمة الطاقة المتجددة وتعزيز القدرة التنافسية لسوق الطاقة. كما تهدف الاستراتيجية إلى ضمان الاستخدام المستدام للموارد المائية من خلال زيادة نسبة استهلاك المياه المتجددة في القطاع الزراعي إلى 22.34% في عام 2025 من 9.49% في عام 2018، بالإضافة إلى تحديد هدف للطاقة المتجددة (27.3 جيجاواط بحلول عام 2023). تعزز الاستراتيجية إلى رفع دعم الطاقة غير المستهدف وتنص على أن أسعار السوق الحرة على المدى الطويل ستحفز الإنتاجية والقدرة التنافسية بين شركات المرافق العامة والاستثمارات وتنويع مزيج الطاقة في المملكة العربية السعودية.

### شكل 2: برامج التحول الوطني الرئيسية المتعلقة بقطاعي الكهرباء والمياه

**برنامج التحول الوطني:** تحسين المشهد الحضري وجودة الخدمات المقدمة في المدن السعودية (المرافق والنقل العام..إلخ).



**برنامج تطوير الصناعة الوطنية والخدمات اللوجستية:** إنشاء مناطق خاصة، وإعادة تأهيل المدن الاقتصادية، وزيادة مساهمة مصادر الطاقة المتجددة في مزيج الطاقة، ورفع تنافسية قطاع الطاقة.



**برنامج التخصيص:** تنمية مساهمة القطاع الخاص في الاقتصاد المحلي وتحريك الأصول المملوكة للدولة أمام القطاع الخاص.



**برنامج تطوير القطاع المالي:** تمكين المؤسسات المالية من دعم نمو القطاع الخاص وتطوير سوق مالية متقدمة.



المصدر: الرياض المالية

النطاق الواسع لبرنامج التحول الوطني وثيق الصلة بشكل خاص بقطاع الكهرباء وقد أدى ذلك إلى ظهور برنامج طموح لتخفيض انبعاثات ثاني أكسيد الكربون في توليد الطاقة، والذي تم تحديده بشكل أكبر في مبادرة الملك سلمان للطاقة المتجددة والبرنامج الوطني للطاقة المتجددة.

### شكل 3: أهداف البرنامج الوطني للطاقة المتجددة (جيجاواط)



المصدر: الوكالة الدولية للطاقة المتجددة، الرياض المالية

## ■ المدن الصناعية

تقدم مرافق خدماتها بشكل رئيسي للمدينتين الصناعيتين الجبيل وينبع. بالإضافة إلى ذلك، تم اختيار مرافق لتكون المزود لخدمات الطاقة والمياه لمدينتي رأس الخير الصناعية وجازان للصناعات. الهيئة الملكية للجبيل وينبع هي المسؤولة عن الإدارة والإشراف على تطوير جميع المدن الصناعية الأربع التي تعمل فيها مرافق حالياً.

### مدينة الجبيل الصناعية

تقع الجبيل على الساحل الشرقي للمملكة بالقرب من حقول النفط الكبيرة، مما يجعلها موقعًا مثاليًا لإقامة مدينة صناعية. تمثل مدينة الجبيل أكثر من 11% من الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي للمملكة وتشكل حوالي 7% من إنتاج البتروكيماويات العالمي. تبلغ طاقة تكرير الجبيل أكثر من 0.7 مليون برميل في اليوم، مما يجعلها ثاني أكبر مركز تكرير في المملكة بعد مدينة ينبع الصناعية. في عام 2019، تم تصدير 54.7 مليون طن من البضائع واستيراد 10 مليون طن عبر ميناء الجبيل الصناعي.

### مدينة ينبع الصناعية

كانت ينبع مدينة ساحلية صغيرة، عندما كانت تعتبر موقعًا مناسبًا لمدينة صناعية نظرًا لموقعها على البحر الأحمر مما يتيح لها الوصول إلى الأسواق الأوروبية. وقد أدى ذلك إلى إنشاء ثالث أكبر مركز لتكرير النفط في العالم بطاقة مصفاة إجمالية تبلغ 1.1 مليون برميل (ما يقرب من ثلث الطاقة التكريرية الإجمالية للمملكة) من النفط يوميًا وبطاقة إنتاج صناعية سنوية تبلغ 131 مليون طن، بالإضافة إلى أكبر مجمع لشحن النفط على البحر الأحمر (ميناء الملك فهد الصناعي).

#### جدول 3: عدد الصناعات العاملة (2017)

2017	2016	2015	2014	2013	2012	
129	118	120	112	107	104	عدد الصناعات
9%	(2%)	7%	5%	3%		النمو %

المصدر: الهيئة العامة للإحصاء، الرياض المالية

في نهاية عام 2017، كان هناك 129 صناعة عاملة في مدينة ينبع الصناعية، مقارنة بـ 104 في عام 2012، حيث نما عدد الصناعات في ينبع بمعدل متوسط 3.6% سنويًا.

### مدينة جازان للصناعات الأساسية والتحويلية (جازان للصناعات)

تقع مدينة جازان للصناعات على ساحل البحر الأحمر مما يوفر لها نفس مزايا مدينة ينبع. كما تتمتع المدينة بموقع استراتيجي لقربها من طرق الشحن الدولية (البحر الأحمر). ينصب تركيز مدينة جازان للصناعات على الصناعات الثقيلة والبتروكيماويات والتعدين والصناعات التحويلية التي توفر إمدادات الطاقة الحيوية، وتوطين تصنيع السفن والاستفادة من المعادن والزراعة والحياة البرية والموارد الكثيفة.

### مدينة رأس الخير الصناعية

تقع مدينة رأس الخير الصناعية على بعد 60 كم شمال الجبيل وبجري حاليا بناء المدينة والميناء. ستخصص المدينة لمعالجة الموارد المعدنية الرئيسية في المملكة والفوسفات والألمنيوم. ستقدم المدينة رابطًا استراتيجيًا وتأزرًا للصناعات البتروكيماوية الحالية في مدينة الجبيل الصناعية. يتم تطوير المدينة على مراحل، بهدف استكمالها بالكامل في غضون 40 عامًا. في عام 2017، وقعت أرامكو اتفاقيتين مع الهيئة الملكية لإنشاء مشروعين صناعيين في مدينة رأس الخير الصناعية. يوجد حاليًا مجمعان صناعيان قيد التشغيل في المدينة، وكلاهما تابع لشركة التعدين العربية السعودية (معادن): شركة معادن للفوسفات وشركة معادن للألمنيوم.

## ■ هيكل السوق

يتميز هيكل السوق بوجود مرافق متكاملة رأسياً تقدم خدمات الكهرباء أو المياه أو كليهما. في عام 2002، قررت حكومة المملكة زيادة دور القطاع الخاص من خلال فتح إنتاج الكهرباء والمياه المحلاة للقطاع الخاص لامتلاك وتشغيل المحطات والمرافق في هذا القطاع.

### جدول 4: ملخص قدرات توليد الكهرباء للمرخص لهم

الجهة المنتجة	عدد المحطات	السعة (ميغا وات)	عام 2021 %	عام 2014 %
<b>مقدمي الخدمة</b>				
الشركة السعودية للكهرباء	39	55,680	61.91%	71.21%
شركة مرافق الكهرباء والمياه بالجبيل وبنبع	2	2,032	2.26%	2.07%
<b>منتجي المياه والكهرباء المستقلين</b>				
شركة الجبيل للمياه والكهرباء	1	2,876	3.20%	3.74%
شركة الشعيبة للمياه والكهرباء	1	1,191	1.32%	1.55%
شركة الشقيق للمياه والكهرباء	1	1,020	1.13%	1.33%
<b>منتجي الكهرباء المستقلين</b>				
شركة هجر للكهرباء	1	4,098	4.56%	4.44%
شركة المرجان لتوليد الكهرباء	1	2,116	2.35%	0.00%
شركة ضمراء للكهرباء	1	1,756	1.95%	2.29%
شركة رابغ للكهرباء	1	1,320	1.47%	1.72%
شركة محطة الفاضلي لتوليد الطاقة المزدوج	1	1,549	1.72%	0.00%
<b>المرخص لهم الآخرون</b>				
المؤسسة العامة لتحلية المياه المالحة	5	9,492	10.55%	6.20%
شركة الزيت العربية السعودية	9	2,279	2.53%	2.51%
شركة تهامة لتوليد الطاقة المحدودة	4	1,643	1.83%	1.41%
مصنع شركة توليد الطاقة المزدوج	3	876	0.97%	0.00%
شركة رابغ العربية للمياه والكهرباء	1	840	0.93%	0.78%
آخرون	9	792	0.88%	0.76%
<b>الطاقة المتجددة</b>				
شركة سكاكا للطاقة الشمسية	1	335	0.37%	0.00%
شركة جي دي إف أي حرص	1	26	0.03%	0.00%
شركة تقنية للطاقة	1	13	0.01%	0.00%
الشركة السعودية للكهرباء	1	3	0.00%	0.00%
شركة الزيت العربية السعودية	1	3	0.00%	0.00%
<b>المجموع</b>	<b>85</b>	<b>89,937</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

المصدر: هيئة تنظيم المياه والكهرباء، الرياض المالية

حاليًا، يتركز معظم توليد الطاقة في المملكة من خلال الشركة السعودية للكهرباء بنسبة 62% من سعة طاقة التوليد عبر 40 محطة في عام 2021. ومع ذلك، فإن سعة توليد الطاقة من الشركات الخاصة مثل المؤسسة العامة لتحلية المياه المالحة، وأرامكو، ومرافق، شهد زيادة مستمرة من حصة سوقية عند 29% في عام 2014 إلى ما يقرب من 38% في عام 2021، ونتوقع أن يستمر ذلك في المستقبل بسبب تقدم الخصخصة وتحرير أنشطة النقل والتوزيع.

## ■ نظرة عامة على الشركة

تأسست شركة مرافق في عام 2000 بعد قرار مجلس الوزراء الذي حدد ميثاق لشركة مرافق خاصة جديدة في منتصف عام 1999. في بداية عام 2003، بدأت الشركة في العمل تجاريًا. حيث تقوم الشركة بتشغيل وصيانة وإنشاء وإدارة الطاقة الكهربائية وتبريد مياه البحر والمياه المحلاة وأنظمة الصرف الصحي والصناعي في جميع المدن الصناعية الأربعة التابعة للهيئة الملكية للجبيل وينبع. علاوةً على ذلك، تقوم شركة مرافق بإنشاء وتشغيل مرافق الصرف الصحي في جدة.

تنقسم أعمال الشركة إلى ثلاثة أقسام من خلال الخدمات التي تقدمها:

### ■ قطاع الطاقة:

تقدم الشركة خدمات توليد ونقل وتوزيع وتوريد الطاقة الكهربائية في ينبع وجازان للصناعات.

### ■ قطاع المياه:

تقدم الشركة خدمات الإنتاج والتوزيع لمياه التحلية ومياه المعالجة ومياه الشرب ومياه الصرف الصناعي وكذلك نظام تبريد مياه البحر وجمع ومعالجة مياه الصرف الصحي في جميع المدن الصناعية الأربعة.

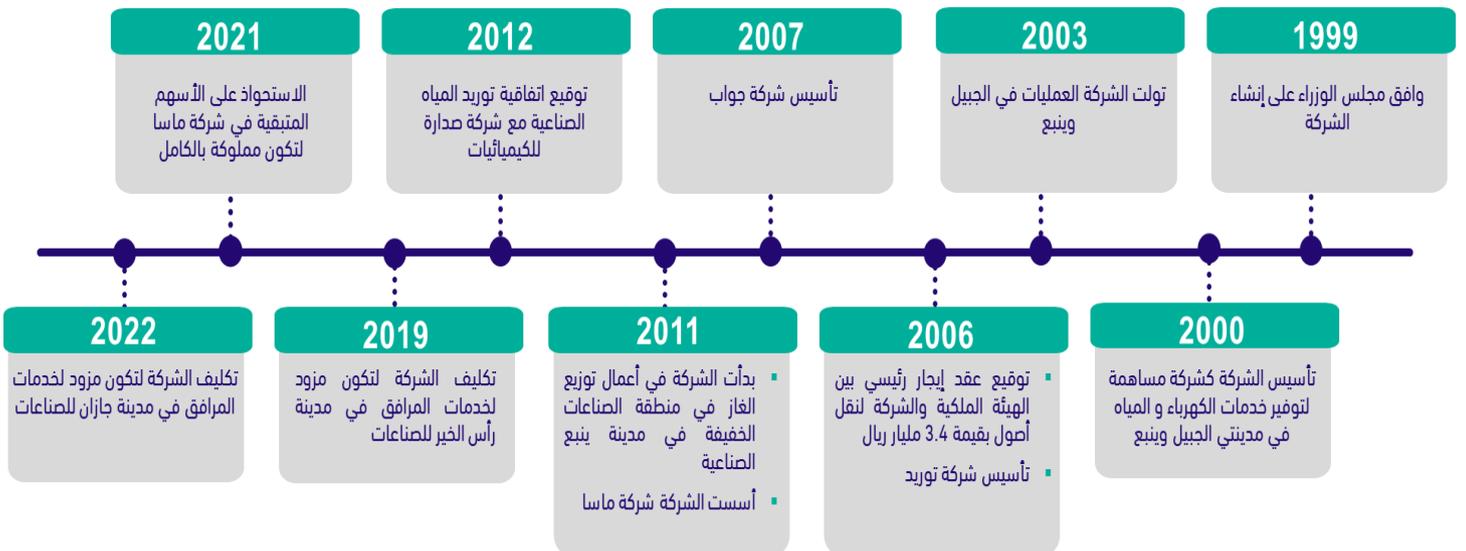
### ■ قطاع غاز البيع:

الشركة توزع غاز البيع في منطقة الصناعات الخفيفة بمدينة ينبع الصناعية.

## الجدول الزمني لشركة مرافق

مرت مرافق بالعديد من المحطات والأحداث المهمة منذ عام 1999. وقد بدأت بهدف رئيسي هو توفير خدمات المرافق الأساسية للمدن الصناعية في الجبيل وينبع. بعد ذلك، توسعت الشركة لتصل إلى مدينتي رأس الخير وجازان للصناعات.

### شكل 4: الجدول الزمني لشركة مرافق

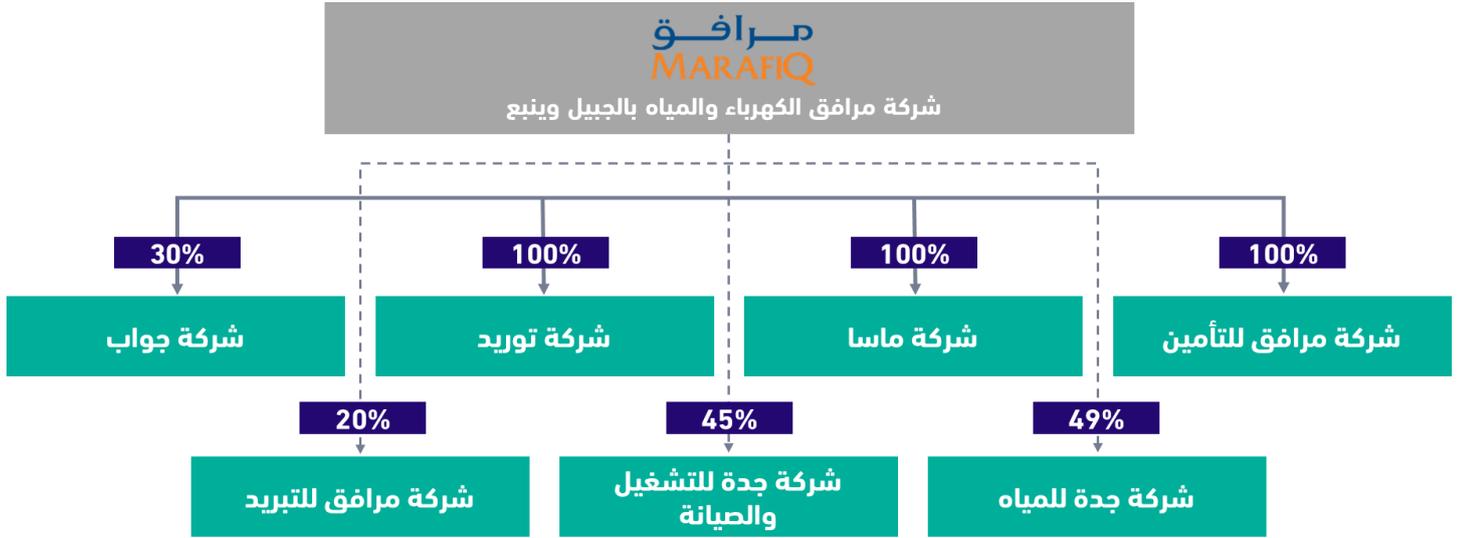


المصدر: مرافق، الرياض المالية

## الجدول الزمني لشركة مرافق

لدى شركة مرافق الشركات التابعة السبعة التالية:

### شكل 5: الشركات التابعة المملوكة لشركة مرافق



المصدر: مرافق، الرياض المالية

الشركات التابعة الجوهرية للشركة (الشركات التابعة التي تساهم بما يعادل 5% أو أكثر من إجمالي أصول المجموعة أو المطلوبات أو الإيرادات أو الدخل اعتبارًا من عام 2021) هي جواب وماسا وتوريد.

#### شركة الجبيل للمياه والكهرباء (JWAP)

تملك شركة مرافق ما نسبته 30% من الشركة حيث أنها تعتبر كاتفاقية تشغيل مشتركة مع شركة أكوا باور وإن جي. جواب مسؤولة عن إنتاج الطاقة والمياه من منشأة التوليد المشترك في مدينة الجبيل، ثم بيع كل طاقتها وإنتاجها من الطاقة والمياه إلى شركة توريد.

#### شركة مرافق للمياه والكهرباء (توريد)

أنشئت شركة توريد لغرض شراء المياه والكهرباء من شركة جواب وبيعها إلى الشركات ذات الصلة. كما أنها مسؤولة عن شراء الوقود من أرامكو السعودية وتوريد الوقود لشركة جواب.

#### شركة مرافق للتشغيل والصيانة (MASA)

تأسست الشركة في عام 2011، وهي مسؤولة عن تشغيل وإدارة مرافق تشغيل المياه في الجبيل وينبع وجازان للصناعات ورأس الخير للصناعات.

### هيكل المساهمين قبل وبعد الاكتتاب

يشمل مساهمي المجموعة المساهمين المؤسسين الأربعة وهم: (1) الهيئة الملكية للجبيل وينبع. (2) الشركة السعودية للصناعات الأساسية (سابك). (3) شركة أرامكو السعودية للطاقة (سابكو). (4) صندوق الاستثمارات العامة. كما أيضًا، هناك بعض الأسهم مملوكة من قبل مستثمرين من القطاع الخاص.

يوضح الجدول التالي تفاصيل هيكل المساهمين قبل الاكتتاب وبعده:

جدول 5: هيكل الملكية قبل وبعد الاكتتاب العام

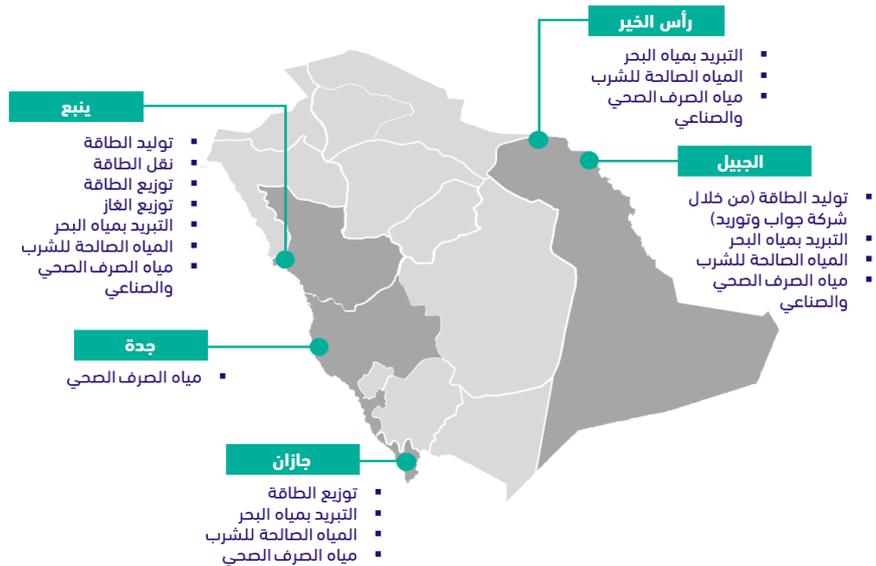
التغير في نسبة الملكية	بعد الطرح العام		قبل الطرح العام		المساهم
	نسبة الملكية	عدد الأسهم (مليون)	نسبة الملكية	عدد الأسهم (مليون)	
(7.31%)	17.50%	43,750,000	24.81%	62,023,625	الهيئة الملكية بالجبيل وينبع
(7.31%)	17.50%	43,750,000	24.81%	62,023,625	صندوق الاستثمارات العامة
(7.31%)	17.50%	43,750,000	24.81%	62,023,625	الشركة السعودية للصناعات الأساسية (سابك)
(7.31%)	17.50%	43,750,000	24.81%	62,023,625	شركة أرامكو السعودية للطاقة (سابكو)
	0.20%	500,000	0.20%	500,000	شركة مجموعة الزامل القابضة
	0.08%	200,000	0.08%	200,000	شركة اليسر للمقاولات الصناعية
	0.44%	1,100,000	0.44%	1,100,000	شركة الخيني العالمية
	0.04%	100,000	0.04%	100,000	الشركة الوطنية لثاني أكسيد التيتانيوم (كريستل)
	0.002%	5,500	0.002%	5,500	شركة ركانز الجبيل القابضة
29.24%	29.24%	73,094,500	0.00%	-	الجمهور
	100%	250,000,000	100%	250,000,000	الإجمالي

المصدر: مرافق، الرياض المالية

هيكل المساهمين قبل وبعد الاكتتاب

مرافق هي المزود الوحيد لخدمات الطاقة والمياه للمدن الصناعية في ينبع وجازان وللصناعات وكذلك المزود الوحيد للمياه للمدن الصناعية في الجبيل ورأس الخير (في حين أن عمليات الطاقة في الجبيل تكون مشتركة من خلال شركتي جوباب وتوريد). تعتبر مدينتي الجبيل وينبع الصناعيتين المحاور الرئيسية للنشاط الصناعي في المملكة حيث أنهما تضمان العديد من المنشآت البتروكيمياوية والمصافي والوحدات الصناعية المكملة الأخرى. بالإضافة إلى ذلك، فإن الشركة لها وجود في مدينة جدة وذلك بعد توقيع اتفاقية مع الشركة السعودية لشراكة المياه مع تحالف لإنشاء وتشغيل محطة معالجة مياه الصرف الصحي في مطار جدة في عام 2019. يظهر الشكل التالي العمليات الحالية والمخطط لها في المملكة العربية السعودية.

شكل 6: العمليات الحالية والمخطط لها للشركة في المملكة العربية السعودية



المصدر: مرافق، الرياض المالية

الجدير بالذكر، تمتلك الهيئة الملكية جميع العقارات داخل هذه المدن الصناعية الأربعة، مما يعني أن الشركة تستأجر جميع أصولها ومرافقها الخاصة بالكهرباء والمياه والأراضي ذات الصلة في هذه المدن من الهيئة الملكية.

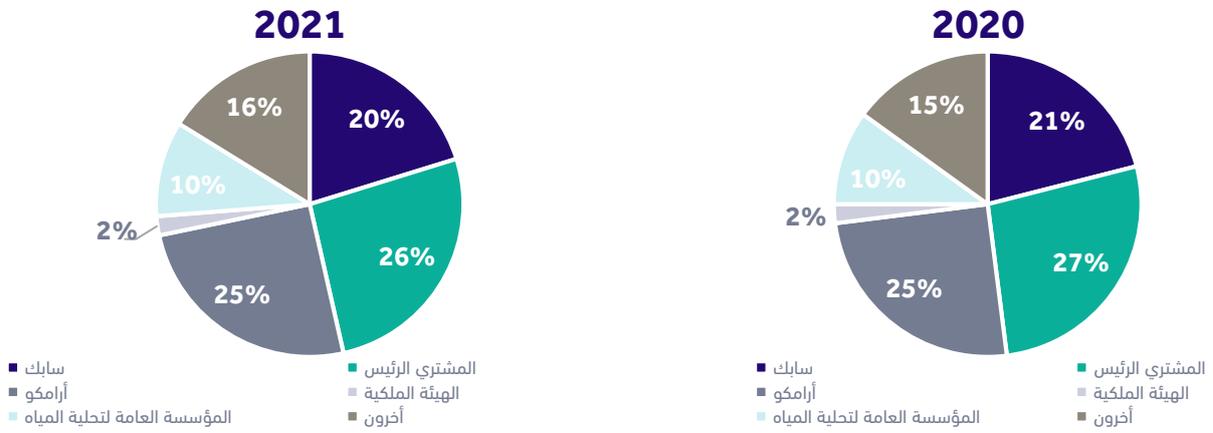
### كبار الموردين

فيما يتعلق بالوقود والطاقة والغاز، فإن الموردين هم عدد متنوع من الشركات، بما في ذلك المساهمون الرئيسيون في المجموعة (مثل أرامكو السعودية). تعتبر أرامكو السعودية موردًا استراتيجيًا لشركة مرافق، حيث أنها تزودها بالوقود الذي يعد أحد المدخلات الرئيسية لعملياتها. لذلك، أبرمت الشركة عدة اتفاقيات وقود طويلة الأمد مع شركة أرامكو السعودية، والتي تضمن توريد الوقود المطلوب لمحطات الشركة المختلفة بالأسعار التي تحددها الحكومة.

### كبار العملاء

تتكون قاعدة عملاء الشركة بشكل رئيسي من المرافق الحكومية والتجارية والسكنية والصناعية. يمثل العملاء الصناعيون ما نسبته 86% من إيرادات عام 2021. يتمتع هذا النوع من العملاء بمستويات استهلاك مستقرة ومعدلات تشغيل أعلى وتعريفات أعلى مقارنةً بقطاعات العملاء الأخرى. كما أنها تميل إلى أن تكون أكثر سرعة في سداد المدفوعات من شريحة التجزئة / الأسرة. يوضح الشكل التالي أن 84% من إجمالي الإيرادات في عام 2021، جاءت من أكبر 5 عملاء وهم: (1) الشركة السعودية لشراء الطاقة، (2) أرامكو السعودية، (3) الشركة السعودية للصناعات الأساسية (سابك)، (4) المؤسسة العامة لتحلية المياه و (5) الهيئة الملكية للجبيل وينبع.

شكل 7: تقسيم الإيرادات من حيث العملاء للعامي 2020 و2021 (%)



المصدر: مرافق، الرياض المالية

## ■ استراتيجية مرافق المستقبلية

نرى بأن مستقبل شركة مرافق على أنه مرتبط ارتباطًا وثيقًا بالتنمية الصناعية في المملكة. تقوم المملكة بخصخصة وإعادة هيكلة قطاعي الكهرباء والمياه. كجزء من استراتيجيتها للنمو، تهدف الشركة إلى الدخول في مشاريع جديدة خارج نطاق أعمالها الرئيسية.

### النمو داخل المدن الصناعية التابعة لهيئة الملكية للجبيل وينبع

#### 1- النمو العضوي

سوف تستفيد شركة مرافق من التوسع في سعة الطاقة الصناعية، لا سيما في الجبيل وينبع. وفقًا للإدارة، هناك بالفعل عدد من الطلبات المقدمة إلى شركة مرافق للتوسع في بعض محطاتها للاستجابة إلى الاحتياجات الإضافية من الطاقة والمياه. بالإضافة إلى ذلك، توفر المدن الصناعية الأحدث في رأس الخير وجازان الكثير من الفرص حيث يتم إنشاء صناعات جديدة تتطلب البنية التحتية للطاقة والمياه والصرف الصحي والتبريد وما إلى ذلك.

من الممكن أن يكون النمو العضوي أيضًا في شكل تحسين استخدام قاعدة أصولها الحالية. حيث أنه سيؤدي بذلك إلى زيادة الطلب على خدمات شركة مرافق ضمن العملاء الحاليين المخدومين.

#### 2- النمو الغير عضوي

تمتلك الشركة تدفقات نقدية جيدة لمتابعة فرص النمو غير العضوي سواءً بمفردها أو من خلال الشراكات والمشاريع المشتركة. من الممكن أن تشمل أيضًا الإيرادات من العقود طويلة الأجل والتي من الممكن التفاوض عليها.

### النمو في جميع أنحاء المملكة (خارج مناطق الهيئة الملكية للجبيل وينبع)

إلى جانب العمل في مناطقها الأساسية داخل مناطق الهيئة الملكية للجبيل وينبع، بدأت الشركة في استكشاف فرص أخرى. في هذا الصدد، تشارك الشركة في عطاءات تنافسية مع أطراف أخرى أو على أساس حصري لمشاريع جديدة. ومن الأمثلة على ذلك محطة جدة لمعالجة مياه الصرف الصحي بسعة إجمالية تبلغ 500 ألف متر مكعب في اليوم والتي تبيع كامل طاقتها إلى متعاقد واحد (الشركة السعودية لشراكات المياه) لمدة 25 عامًا بموجب نموذج الشراكة بين القطاعين العام والخاص.

## المخاطر والتحديات

**توفر السعة الإنتاجية:** إذا كانت الشركة غير قادرة على تلبية متطلبات توفر السعة بسبب التعطل أو الإغلاق، فسيكون لذلك تأثير سلبي مباشر على الإيرادات والربحية. بالإضافة إلى ذلك، قد تتعرض لأضرار من قبل عملائها. في عام 2021، كان شكل كلاً من توافر الطاقة ما نسبته 90%، وإنتاج المياه ما نسبته 98%، وتبريد مياه البحر نسبة 94%، ومعالجة مياه الصرف والغاز نسبة 100%. حيث ضمنت الصيانة والخدمة الدورية للوحدات سعة كافية.

**تركيز العملاء:** جاء ما نسبته 84% من إيرادات عام 2021 من أكبر 5 عملاء. من بين العملاء: أرامكو السعودية، سابك، والهيئة الملكية للجبيل وينبع. إذا قام أحد عملاء شركة مرافق الصناعيين بإغلاق أو تقليل أو عدم تجديد اتفاقياته، فقد يؤثر ذلك بشكل كبير على الإيرادات. يمتلك كبار العملاء أيضاً حصة كبيرة في الشركة ومن غير المرجح أن يتعارضوا مع مصالح مرافق. بالإضافة إلى ذلك، تعتبر أرامكو السعودية، وسابك، والهيئة الملكية للجبيل وينبع مؤسسات قوية للغاية. وبالتالي، فإن أي انخفاض دائم في الطلب أو عمليات إغلاق ممتدة أمر مشكوك فيه.

**تعديلات التعريف غير المواتية:** جاءت غالبية الإيرادات من عمليات المياه والطاقة والتي تقع بشكل رئيسي في الجبيل وينبع في الوقت الحاضر. يتم تحديد التعريفات التي تفرضها الشركة على هذه الخدمات من قبل السلطات التنظيمية. هناك خطر ألا يتم تعديل هذه التعريفات بشكل مناسب لحساب التكاليف في المستقبل.

## الميزة التنافسية

**عدم وجود منافس في الجبيل وينبع:** تمتلك شركة مرافق احتكاًراً طبيعياً لخدمات المياه في مدينتي الجبيل وينبع الصناعيتين (الأسواق الرئيسية لشركة مرافق) بالإضافة إلى كونها المورد الوحيد لخدمات الطاقة في مدينة ينبع الصناعية. لم تمنح الهيئة الملكية أي حقوق لأي شركة أخرى في نطاق سلطتها القضائية لتقديم خدمات المياه والطاقة. وبالتالي، لا يوجد لدى شركة مرافق حالياً منافسين في هذه المجالات. بالإضافة إلى ذلك، اختارت الهيئة الملكية شركة مرافق كمزود حصري لخدمات الطاقة والمياه للمدن الصناعية في رأس الخير وجازان، وكلاهما في مراحل متقدمة من التطوير. وبالتالي، بجانب الجبيل وينبع، يبدو من غير المحتمل وجود منافس آخر في هذه المدن الصناعية الجديدة.

**قاعدة كبيرة من العملاء الصناعيين:** لدى شركة مرافق قاعدة عملاء قوية تتكون أساساً من عملاء صناعيين كبار. تشير التقديرات إلى أن أكثر من 80% من إيرادات الشركة تأتي من هؤلاء العملاء الكبار بما في ذلك أرامكو السعودية، سابك والهيئة الملكية. بالتالي، فإن مخاطر التخلف عن السداد أو التأخير في المدفوعات مقابل الخدمات من هؤلاء العملاء لا تكاد تذكر.

**الدعم من المساهمين المعروفين:** يدعم شركة مرافق مساهمين رئيسيين يعتبرون من أكبر الأسماء المعروفة مثل: صندوق الاستثمارات العامة وأرامكو السعودية وسابك والهيئة الملكية. من الممكن أن نعتبر هؤلاء المساهمين بأنهم المحركون الرئيسيون للاقتصاد السعودي ووجودهم يدل على أهمية شركة مرافق. كما يقدم هؤلاء المساهمون أيضاً الخبرات الرئيسية إلى مجلس إدارة الشركة.

## تحليل القطاعات التشغيلية

### قطاع الطاقة (سعة 4.8 جيجاواط)

ساهم قطاع الطاقة بما نسبته 52% من إجمالي إيرادات عام 2021 لشركة مرافق. **مدينة ينبع الصناعية:** تقوم الشركة بتوليد الطاقة في ينبع من خلال عدد من مولدات الغاز التوربيني (GTG) ومولدات البخار التوربيني (STG). تبلغ الطاقة التوليدية الإجمالية لمنشآت الطاقة في مشروع ينبع 1، والتي تتكون من تسعة مولدات غاز توربيني، وثلاث مولدات بخار توربيني، وثلاث مولدات بخار توربيني من مشروع ينبع 2، ليصبح مجموع الطاقة التوليدية 2,032 ميجاواط. تم توصيل وحدات التوليد بأحواض التبدل بقدرة تبلغ 115 كيلو فولت وساحات توزيع بقدرة 380 كيلو فولت في ينبع 1 و 2. من أجل توزيع الطاقة المتولدة على العملاء الصناعيين والمجتمعيين، توجد العديد من المحطات الفرعية في مواقع استراتيجية لخدمة جميع عملائها في مدينة ينبع الصناعية. تخدم ساحة التبدل بقدرة 115 كيلو فولت والمحطات الفرعية الصناعية الأربعة الرئيسية في ينبع 1 معظم العملاء الصناعيين، وتخدم ثلاث محطات فرعية مجتمعية معظم الأحمال المجتمعية، وست محطات فرعية ثانوية تغذيها المحطات الفرعية الرئيسية بالطاقة. تتوقع الشركة نمو الأحمال في المستقبل في ظل توسعة المنطقة الصناعية الخفيفة (LIP) ومناطق ينبع 2 فيما يتعلق بالمحطات الفرعية وناقلات الحركة. تتضمن خطة تطوير الهيئة الملكية العديد من مشاريع المحطات الفرعية والنقل.

**مدينة الجبيل الصناعية:** تشارك الشركة أيضًا في توليد الطاقة في مدينة الجبيل الصناعية وذلك من خلال ملكيتها في شركة جوباب، وهي شركة تابعة مملوكة للشركة بنسبة 30%. تقوم شركة جوباب من خلال قدرتها على توليد الطاقة البالغة 2,745 ميجا وات، بتوليد الطاقة والمياه من منشأة التوليد المشترك الخاصة بها، ومن ثم تباع جميع طاقتها من الطاقة والمياه إلى شركة توريد، والتي بدورها تباع كامل إنتاج الطاقة إلى الشركة السعودية لشراء الطاقة (المشترى الرئيسي) وما نسبته 62.5% من إنتاج المياه للمؤسسة العامة لتوليد المياه المالحة وما نسبته 37.5% لشركة مرافق.

**مدينتي رأس الخير وجازان للصناعات:** لا تقوم الشركة بأي أنشطة متعلقة بالطاقة في مدينة رأس الخير للصناعات. بينما في مدينة جازان للصناعات، تقوم الشركة فقط بتوزيع الطاقة التي تشتريها بالجملة من المشتري الرئيسي.

### شكل 8: سلسلة إمداد طاقة متكاملة في ينبع مع الحضور في الجبيل وجازان



المصدر: مرافق، الرياض المالية

### قطاع المياه

ساهم قطاع المياه في المتوسط بنحو 47% من إجمالي إيرادات شركة مرافق في عام 2021. **مياه الشرب والمعالجة**

**مدينة الجبيل الصناعية:** يتم توفير مياه الشرب في الجبيل بشكل رئيسي من قبل شركة جوباب. أبرمت الشركة عقدًا لشراء ما يصل إلى 300,000 متر مكعب في اليوم من المياه الصالحة للشرب من توريد وما يصل إلى 75,000 متر مكعب في اليوم من شركة الفتح العالمية لأعمال المياه والطاقة. علاوةً على ذلك، تتوفر 100,000 متر مكعب في اليوم من المياه الصالحة للشرب من محطة التناضح العكسي للمياه والصرف الصحي التابعة للشركة في الجبيل.

بشكل عام، تبلغ الطاقة الإنتاجية للشركة من المياه الصالحة للشرب 1,079,000 متر مكعب في اليوم في الجبيل، بما في ذلك 800,000 متر مكعب في اليوم من مشروع جواب. علاوةً على ذلك، قامت الشركة أيضًا بتشغيل محطة التناضح العكسي لمياه البحر (SWRO) في مجمع صدارة (أكبر محطة تحلية مياه في المملكة) لمدة 20 عامًا.

**مدينة ينبع الصناعية:** تبلغ الطاقة الإنتاجية للشركة 208,240 متر مكعب في اليوم - تنتج مياه الشرب بشكل أساسي للعملاء السكنيين، والمياه المعالجة للصناعات. يتم ضخ مياه العمليات على بعد 51 كم من صهاريج تخزين محطات توليد الطاقة وتحلية المياه إلى المستخدمين الصناعيين. وفي الوقت ذاته، يتم ضخ المياه الصالحة للشرب من صهاريج تخزين الطاقة وتحلية المياه إلى خزانات التوزيع في محطتي ضخ. يبلغ الطول الإجمالي لشبكة مياه الشرب 812 كم. في العام السابق، بلغ متوسط استهلاك المياه الصالحة للشرب 55,000 متر مكعب في اليوم. يتم تخزين المياه المعالجة في 23 صهريج تخزين بسعة إجمالية تبلغ 1,220,000 متر مكعب. **مدينة رأس الخير للصناعات:** الهيئة الملكية في طور تحويل محطة التناضح العكسي للمياه والصرف الصحي ومحطة مركزية لجمع ومعالجة مياه الصرف الصحي والصناعي إلى شركة مرافق. **مدينة جازان للصناعات:** وبالمثل، فإن الهيئة الملكية بصدد نقل بعض مرافق تخزين وتوزيع مياه الشرب ومياه المعالجة إلى الشركة.

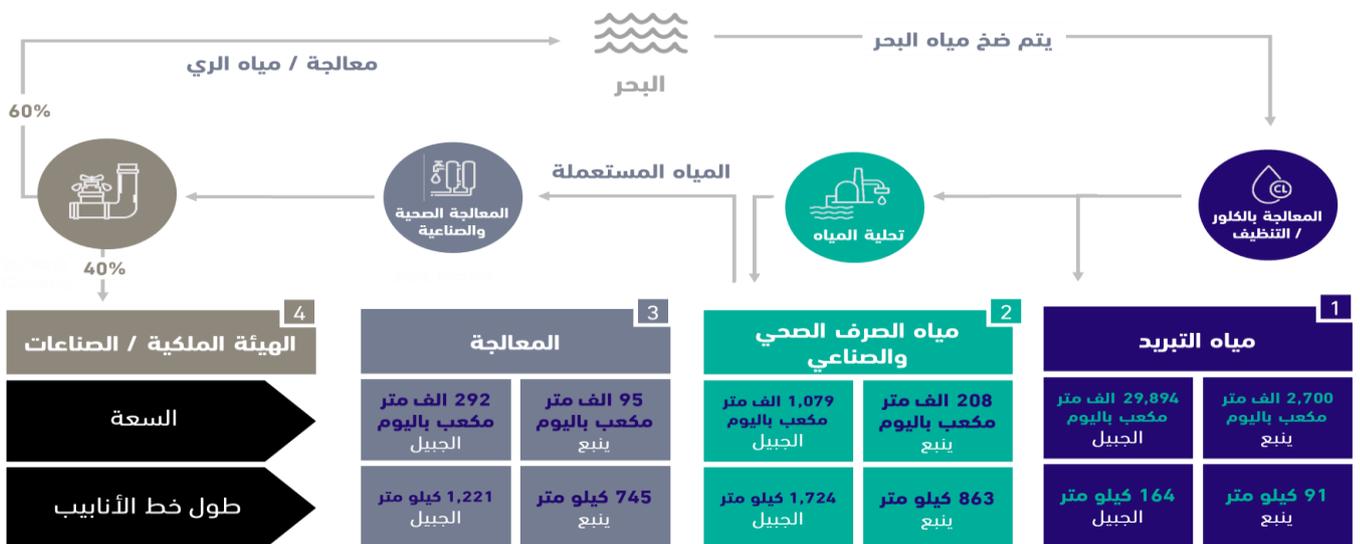
### التبريد بمياه البحر

نظراً لموقع مدينتي الجبيل ونبع الصناعيتين، وقربهما من الساحل والصناعات الثقيلة، تستخدم مياه البحر كنظام تبريد خارجي توفره الشركة لتلبية احتياجات عمليات التبريد. تبلغ السعة المركبة في ينبع حوالي 1.1 مليون متر مكعب في الساعة من التبريد بمياه البحر، وفي الجبيل تبلغ السعة المركبة 1.2 مليون متر مكعب في الساعة، ومحطة الضخ المعززة بالجبيل 2 تبلغ سعتها 200 ألف متر مكعب في الساعة وكما أن هناك سعة إضافية تبلغ بين 48 ألف - إلى 80 ألف متر مكعب في الساعة قيد الإنشاء حالياً.

### مياه الصرف الصحي والصناعي

تقوم الشركة بتجميع مياه الصرف الصحي والصناعي من مدينتي الجبيل ونبع ويتم معالجتها في محطات منفصلة. من مخرجات عملية المعالجة مياه الري، لتستخدم بشكل أساسي لأغراض الري في هاتين المدينتين. القدرة المركبة لمعالجة مياه الصرف الصحي والصناعي في الجبيل ونبع هي 292,000 متر مكعب في اليوم و95,000 متر مكعب في اليوم على التوالي. كما أن هناك محطة جديدة قيد الإنشاء في الجبيل، لديها قدرة إضافية تبلغ 120,000 متر مكعب في اليوم للصرف الصحي و125,000 متر مكعب في اليوم لمياه الصرف الصناعي.

### شكل 9: خدمات المياه الشاملة في الجبيل ونبع مع النمو في رأس الخير وجازان وجدة



المصدر: مرافق، الرياض المالية

### قطاع الغاز (سعة غاز البيع 55 مليون قدم مكعب قياسي في اليوم)

تعتبر أعمال توزيع الغاز في شركة مرافق صغيرة مقارنةً بالكهرباء والمياه حيث أنها لا تمثل سوى 1% من إجمالي الإيرادات للعام 2021. ويركز نظام توزيع غاز المبيعات على توريد غاز المبيعات مباشرةً من خطوط الأنابيب ذات السعة الكبيرة إلى صغار المستفيدين في المناطق التي تعمل بها. يخصص سعة مبيعات الغاز من قبل وزارة الطاقة حيث تمت زيادة التخصيص إلى 55 مليون قدم مكعب قياسي في اليوم لتلبية الطلب الجديد المتوقع. قامت الشركة بشراء الغاز الطبيعي لتوزيعه لبيع الغاز بسعر 4.69 ريال لكل مليون وحدة حرارية بريطانية خلال العام 2021.

## التحليل المالي

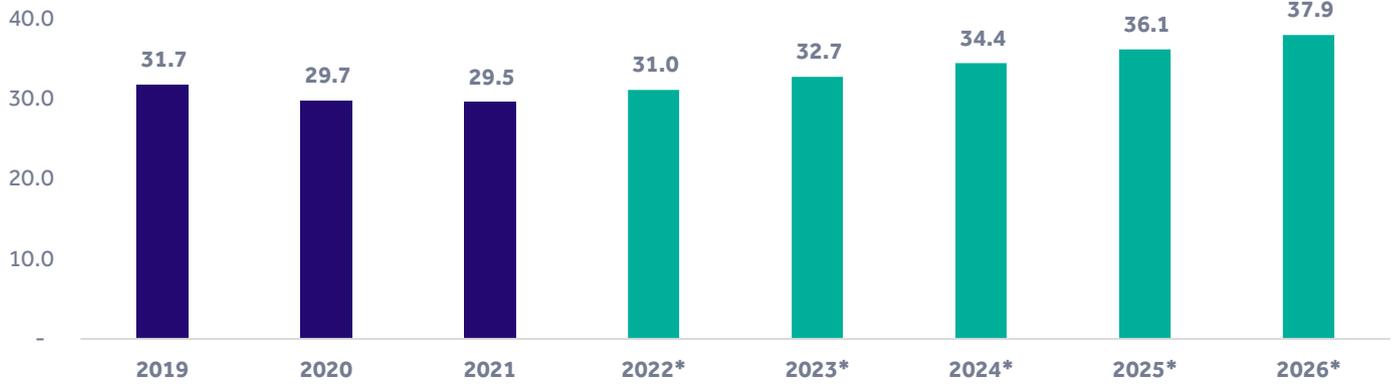
من الجدير بالملاحظة أنه في نموذجنا وتحليلنا المالي، لم نأخذ بالاعتبار أي تغييرات في التعريفات لقطاعات الطاقة أو المياه أو الغاز. ومع ذلك، في حالة الموافقة عليها، يمكن أن يكون لهذه التغييرات في التعريفات تأثير إيجابي على إيرادات وربحية شركة مرافق. تعتمد توقعاتنا بشكل أساسي على الكميات المباعة.

### النمو في جميع قطاعات التشغيل

نظرًا لمزيج عملاتها من الجهات الحكومية والصناعية الكبيرة ذات معدلات الاستهلاك المستقرة ومعدلات التشغيل المرتفعة والتعريفات المرتفعة، فإن لشركة مرافق تقلبات منخفضة في الكميات المباعة عبر قطاعاتها التشغيلية. تم التأكد من هذا بشكل أكبر خلال عام 2020، ففي ذروة جائحة كوفيد-19 انخفضت أحجام الكهرباء المباعة، إلا أنه كان في الغالب لأسباب أخرى غير الجائحة. في الواقع، كان الانخفاض في الكميات المباعة لعام 2020 يرجع إلى برنامج إعادة التأهيل في ينبع، وكذلك انخفاض الطلب من الشركة السعودية للكهرباء على الطاقة المولدة من شركة جwab.

نعتقد أن محركات النمو المستقبلي لقطاع الطاقة لشركة مرافق هي الزيادة في الطلب من العملاء الحاليين في كلاً من الجبيل وينبع وذلك من خلال مشاريع التوسع ومشاريع التعزيز والتحسين. بالإضافة إلى ذلك، سيكون هناك توسع في أعمال توزيع الكهرباء في جازان في المستقبل. تشير افتراضاتنا إلى معدل نمو سنوي مركب يبلغ 5.1% للكهرباء المباعة بين العامين 2022-2026 لتصل إلى 37.9 تيرا واط للساعة في عام 2026.

### شكل 10: الكهرباء المباعة (تيرا واط للساعة) حتى عام 2026

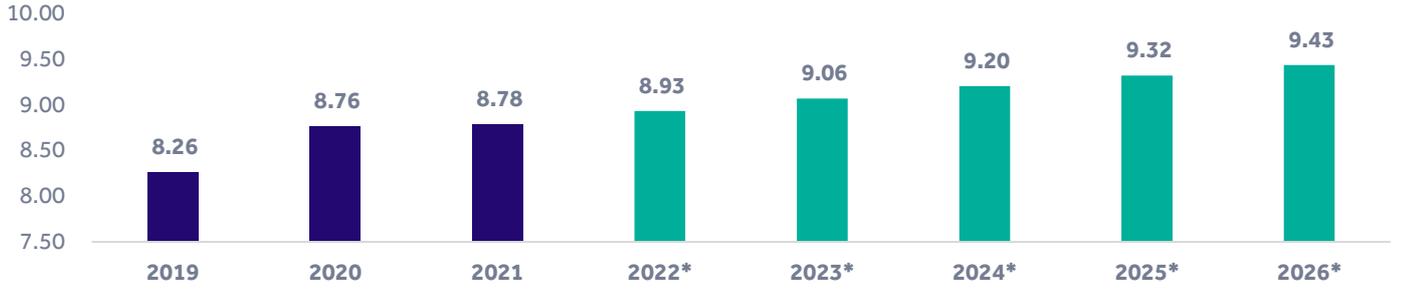


المصدر: مرافق، الرياض المالية  
\*متوقعة

استمرت المياه المباعة في الارتفاع خلال الأعوام الثلاثة الماضية ويرجع ذلك بشكل أساسي إلى التشغيل والتوسع لأعمال الشركة في رأس الخير وجازان للصناعات إلى جانب زيادة طلب في مدينة ينبع على مياه الشرب والمياه المعالجة. ضمن قطاع المياه، الربحية من شركة صدارة أعلى بكثير من الآخرين. في عام 2021، حققت صدارة ما قيمته 263 مليون ريال (29% من الدخل الإجمالي) مقابل 149 مليون ريال من الآخرين، إلا أن صدارة ساهمت فقط بنسبة 6.3% في إجمالي الإيرادات.

لقد افترضنا نموًا متواضعًا في المستقبل لكمية المياه المباعة، وذلك بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 1.4% للفترة بين 2022-2026 لتصل إلى 9.43 مليار متر مكعب في عام 2026، يُعزى ذلك إلى بعض عمليات الإغلاق المخطط لها. من المحتمل أن يتم تعويض حالات الإغلاق هذه من خلال نمو الطلب على المياه في ينبع ورأس الخير وجازان للصناعات. أي نمو غير عضوي على خلفية مشاريع تم الفوز بها، سيكون زيادة في توقعات نمو حجم المياه الحالية.

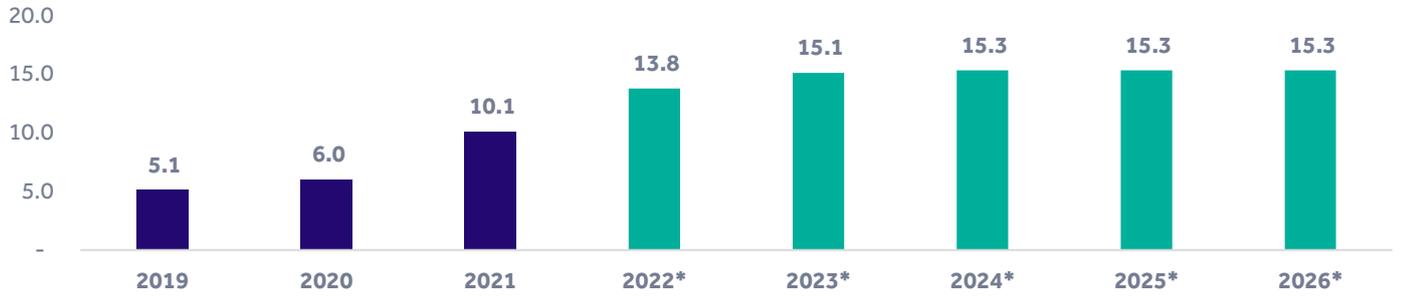
شكل 11: المياه المباعة (مليار متر مكعب) حتى عام 2026



المصدر: مرافق، الرياض المالية  
\*متوقعة

بدأت شركة مرافق أعمال توزيع الغاز في مدينة ينبع الصناعية في عام 2011. خلال الأعوام الثلاثة الماضية، شهدت الشركة نموًا متزايدًا في الكميات على خلفية التوسعات. ساهم بيع الغاز بـ 5 ملايين ريال فقط من الدخل الإجمالي البالغ 905 مليون ريال في عام 2021. بينما نتوقع استمرار الزخم، فمن المرجح أن يكون بوتيرة أبطأ مقارنة بالارتفاع الكبير في عام 2021، حيث من المتوقع أن تصل إلى 15.3 مليون وحدة حرارية بريطانية في عام 2024 لتستقر عند هذا المستوى حتى عام 2026.

شكل 12: توزيع غاز البيع (مليون وحدة حرارية بريطانية) حتى عام 2026

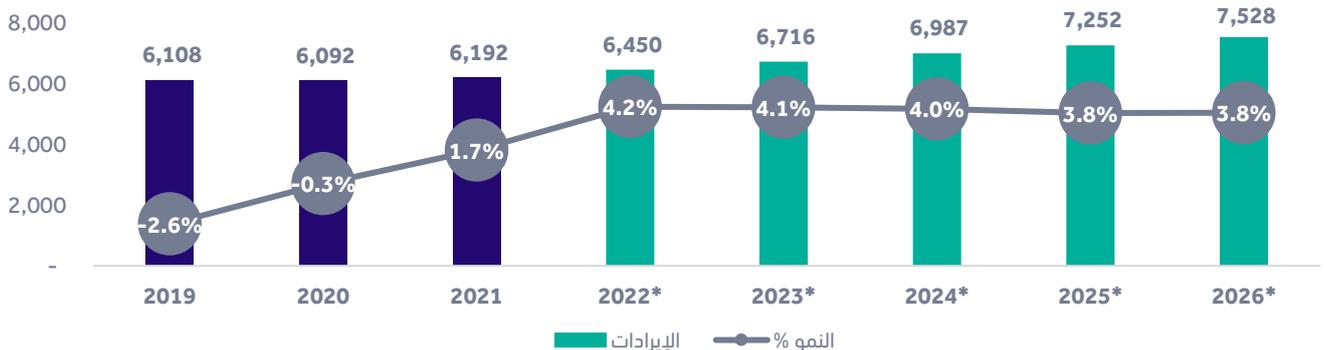


المصدر: مرافق، الرياض المالية  
\*متوقعة

### نمو إجمالي الإيرادات بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 4.0% للفترة بين 2022-2026

نظرًا للنمو المطرد في جميع قطاعات التشغيل وطبيعة أعمال خدمات المرافق الخاصة بها، تمكنت شركة مرافق من تسجيل إيرادات مستقرة على مدار الأعوام الثلاثة الماضية لتأتي في نطاق ضيق بين 6.09-6.19 مليار ريال. بافتراض توقعاتنا للنمو والمذكورة أعلاه في الكميات المباعة للطاقة والمياه والغاز، فإننا نعتقد أن للشركة مجال أكبر للنمو في المستقبل لتسجل معدل نمو سنوي مركب يبلغ 4.0% للفترة بين 2022-2026 ليصل إجمالي الإيرادات إلى 7,528 مليون ريال في عام 2026.

شكل 13: إجمالي الإيرادات حتى عام 2026 (مليون ريال)

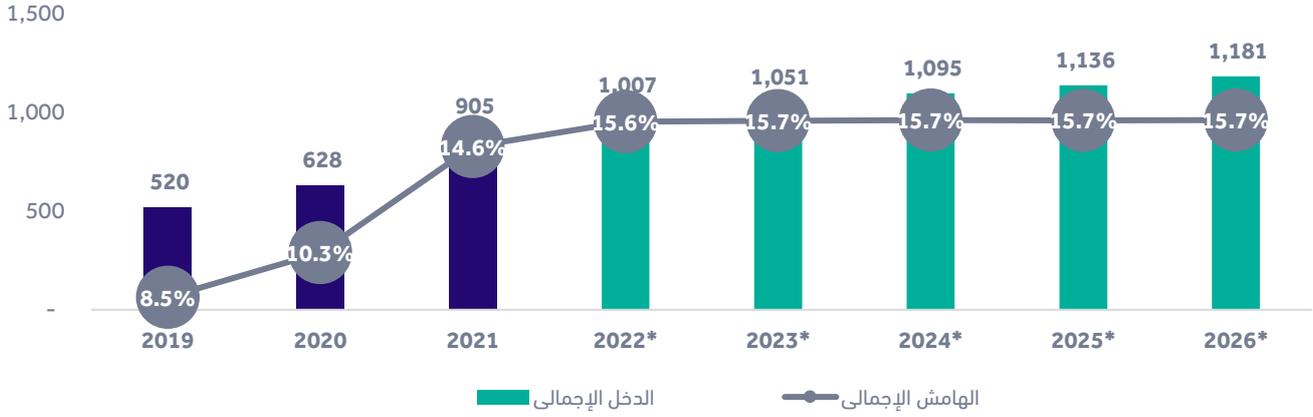


المصدر: مرافق، الرياض المالية  
\*متوقعة

## استمرار التحسّن في الدخل الإجمالي

شهد الدخل الإجمالي لشركة مرافق تحسناً مستمراً خلال الأعوام الثلاثة الماضية، لا سيما في عام 2021، حيث نما بشكل ملحوظ بنسبة 44% على أساس سنوي ليصل إلى 905 مليون ريال. أتى هذا النمو بشكل أساسي نتيجة إلى مراجعة الشركة للعمر الإنتاجي للممتلكات وآلات والمعدات، مما أدى إلى انخفاض مصروفات الاستهلاك المضمنة في تكلفة الإيرادات. وتشير التقديرات إلى أن تأثير انخفاض الاستهلاك بلغ 268 مليون ريال في عام 2021. مما دفع الهامش الإجمالي للتوسع ليصل إلى 14.6% في عام 2021، مقارنةً بـ 10.3% في عام 2020. بالمضي قدماً، نتوقع أن يكون النمو في الدخل الإجمالي ثابتاً ليصل إلى 1,181 مليون ريال بحلول عام 2026. بالإضافة إلى ذلك، نتوقع أن تنمو الهوامش لتستقر عند 15.6% في عام 2022 وأن تستقر بعد ذلك.

شكل 14: الدخل الإجمالي والهامش الإجمالي 2019-2026 (مليون ريال)

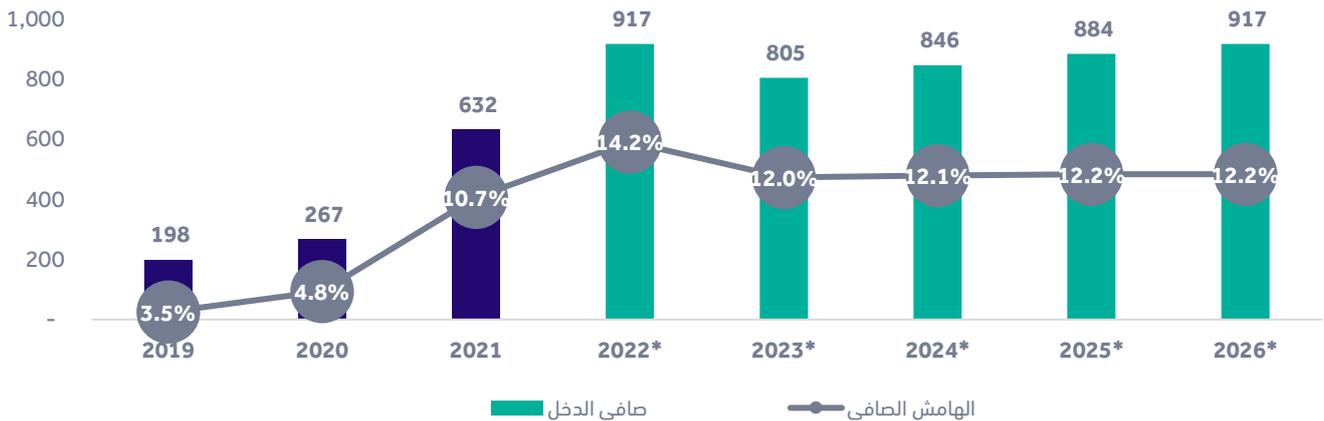


المصدر: مرافق، الرياض المالية  
\* متوقعة

## نتوقع تسجيل مستويات قوية لصافي الدخل

تمكنت شركة مرافق من تحقيق صافي دخل قوي على مدى الأعوام الثلاثة الماضية، حتى في ضوء التوسعات المستمرة في مدينتي رأس الخير وجازان للصناعات. خلال العام 2021، تضاعف صافي الدخل بأكثر من الضعف مقارنة بعام 2020، حيث بلغ مستوى الـ 632 مليون ريال. أتى هذا نتيجة للتحسن واستقرار النمو في جميع قطاعات التشغيل بالإضافة إلى انخفاض مصروفات الاستهلاك وتكاليف التمويل. نتوقع أن يبلغ صافي دخل الشركة لعام 2022 مستوى الـ 917 مليون ريال، بدعم بعكس صافي التزاماتها الضريبية المؤجلة والبالغة 140 مليون ريال في الربع الرابع من عام 2022. نتوقع أن يرتفع صافي دخل شركة مرافق في عام 2023 بنسبة 3.5% على أساس سنوي ليصل إلى 805 مليون ريال (بدون تأثير انعكاس المخصص في عام 2022) ثم ليرتفع بعد ذلك ليصل إلى 917 مليون ريال بحلول عام 2026. ومن المتوقع اتّسع الهامش الصافي من 12.0% في عام 2023 إلى 12.2% بحلول عام 2026.

شكل 15: صافي الدخل والهامش الصافي 2019-2026 (مليون ريال)

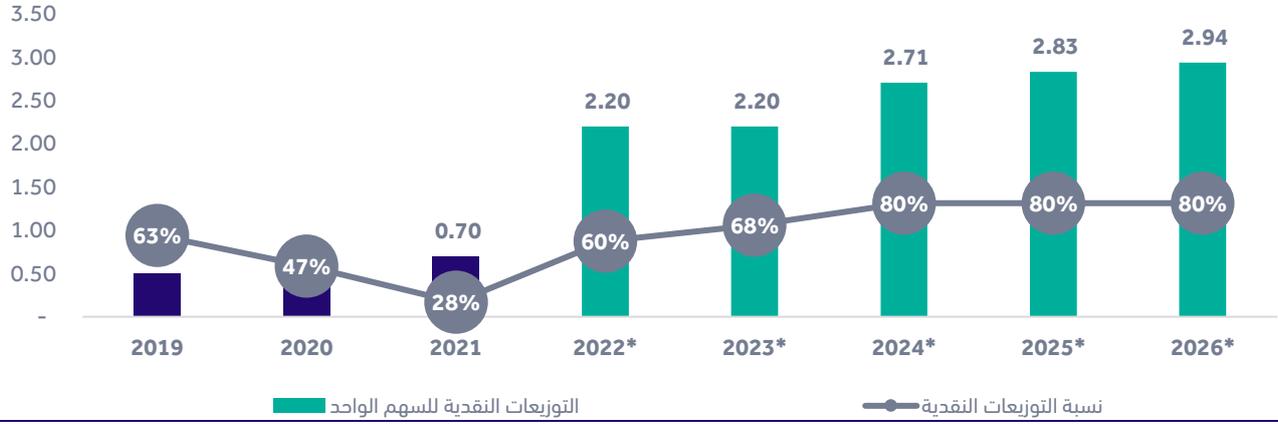


المصدر: مرافق، الرياض المالية  
\* متوقعة

### نسبة توزيعات نقدية جذابة

على مدى الأعوام الثلاثة الماضية، حافظت شركة مرافق على توزيعات نقدية للسهم تبلغ 0.50 ريال أو أكثر، معلنةً توزيعات نقدية إجمالية قدرها 175 مليون ريال في عام 2021 (0.70 ريال للسهم الواحد). وفقاً لسياسة توزيعات الأرباح الجديدة المعتمدة، تتوقع الإدارة توزيعات نقدية قدرها 550 مليون ريال للعامين 2022 و2023. ولتستهدف بعد ذلك أن تكون نسبة التوزيعات النقدية عند 80% ومن المتوقع دفع التوزيعات نقدية على أساس نصف سنوي. نعتقد أن التوزيعات النقدية الجذابة هي حالة استثمارية رئيسية لشركة مرافق.

#### شكل 16: التوزيعات النقدية للسهم الواحد و نسبة التوزيعات النقدية 2019-2026 (ريال)

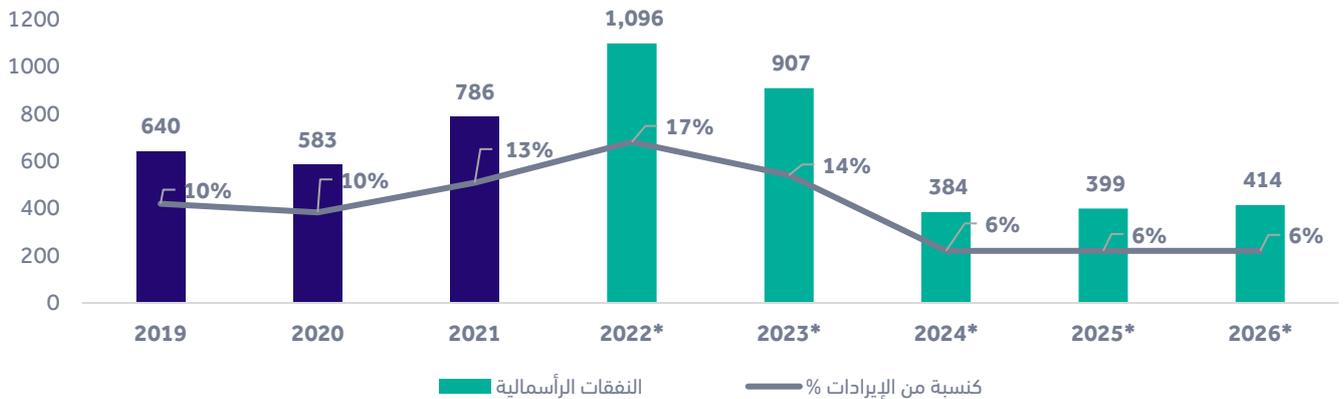


المصدر: مرافق، الرياض المالية  
\* متوقعة

### انخفاض النفقات الرأسمالية

على خلفية إعادة تأهيل مولدات الغاز التوربيني (الوحدات من 1 إلى 8) في ينبع، وتركيب نظام قياس الطاقة الذكي في ينبع والتوسع المتوقع لمحطة معالجة المياه رقم 8 في الجبيل، نتوقع أن النفقات الرأسمالية تتماشى مع توقعات الإدارة عند 2.0 مليار ريال للفترة بين 2022-2023. نظراً لحقيقة أن الهيئة الملكية تقوم بتطوير أصول النقل والتوزيع في المدن الصناعية ولتحولها بعد ذلك إلى شركة مرافق بموجب عقد إيجار مالي طويل الأجل، فإن الشركة ليست ملزمة بتطوير أصول إمدادات الطاقة والمياه في المدن الصناعية الجديدة للهيئة الملكية، رأس الخير وجازان لصناعات. تماشيًا مع توجيهات الإدارة حول إنفاق رأسمالي يبلغ 3.2 مليار ريال للفترة (2022-2026)، نتوقع أن يكون الإنفاق الرأسمالي محدود في المستقبل عند 1.15 مليار ريال للفترة بين 2024-2026.

#### شكل 17: النفقات الرأسمالية 2019-2026 (مليون ريال)



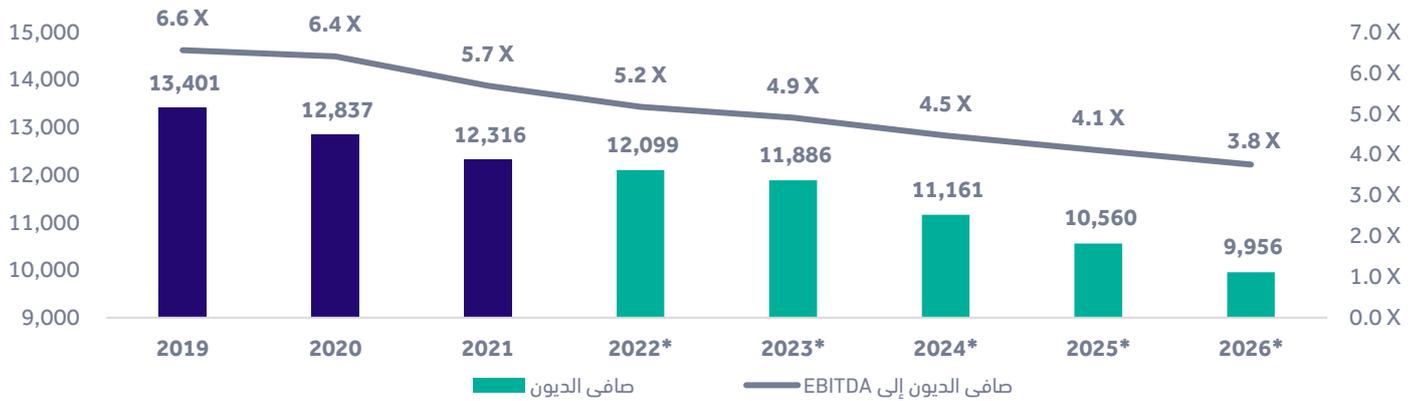
المصدر: مرافق، الرياض المالية  
\* متوقعة

## نتوقع انخفاض صافي الديون

في عام 2016، دخلت شركة مرافق في اتفاقية قرض مع صندوق التنمية الصناعية السعودي. تنص هذه الاتفاقية على قرضين بقيمة 1.56 مليار ريال لتمويل إنشاء مرافق إنتاج الشركة. خلال عام 2019، وقعت الشركة ثلاثة قروض جديدة مع ثلاثة بنوك لإعادة هيكلة تسهيلات المرابحة بقروض طويلة الأجل. تم استخدام القروض الإضافية البالغة 6.4 مليار ريال (1.5 مليار ريال و1.5 مليار ريال و3.4 مليار ريال) بالكامل في عام 2021 وسيتم سدادها بحلول عام 2034. تجدر الإشارة إلى أن تسهيلات المرابحة المقدمة لشركة مرافق والبالغة 6.4 مليار ريال (كما في ديسمبر 2021) قائمة على أساس معدل متغير (سايبور زائد الهامش). إن تسهيلات صندوق التنمية الصناعية السعودي البالغة 990 مليون ريال (كما في ديسمبر 2021) ثابتة بطبيعتها وتوفر حماية جزئية ضد تقلبات أسعار الفائدة. أما بالنسبة لشركة جوب، فقد دخلت الشركة في ثلاثة تسهيلات بنكية تم توحيدها جزئياً بواسطة مرافق (حصة تناسبية بنسبة 30%):

- **التسهيل الدولي:** حصلت شركة جوب على تسهيل دولي لأجل بقيمة 5.90 مليار ريال يتم سداها على أقساط نصف سنوية غير متساوية بين سبتمبر 2010 ومارس 2029. هذه القروض لها معدلات فائدة على أساس معدل لايبور زائد الهامش.
- **تسهيل إسلامي:** تم تنظيم القرض على نحو تشتري بموجبة الجهات المقرضة بعض الموجودات ويؤجرونها إلى شركة جوب لمدة 20 عام إيجار. تكلفة عقد الإيجار قائم على معدل لايبور زائد الهامش.
- **تسهيل شركة تأمين الصادرات الكورية:** حصلت شركة جوب على تسهيل قرض مغطى من شركة تأمين الصادرات الكورية بقيمة 2.42 مليار ريال ليتم سداها على أقساط نصف سنوية متساوية بين سبتمبر 2010 ومارس 2024. ويستند التسهيل على معدل لايبور زائد الهامش. ومن الجدير بالذكر أن تسهيلات شركة جوب متحوطة من تقلبات معدلات الفائدة.

### شكل 18: صافي الديون إلى الدخل قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك (EBITDA) (مليون ريال)



المصدر: مرافق، الرياض المالية  
\* متوقعة

\*\* تقوم شركة مرافق بتوحيد البيانات المالية لشركة جوب على أساس التناسبية (حصة 30%)

\*\*\* صافي الديون = قروض وسلف بنكية + التزامات عقود الإيجار + خطط المنافع المحددة + الالتزامات على الأصول المحولة من الهيئة الملكية - النقد وما يعادله

انخفض صافي الديون إلى EBITDA لشركة مرافق تدريجياً من 6.6 مرة في عام 2019 لتصل إلى 5.7 مرة في عام 2021، وذلك نتيجة إلى التخفيض المستمر للديون من خلال سداد بعض التسهيلات وكذلك تحسين الدخل قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك (EBITDA)، الذي ارتفع بنسبة 8.1% على أساس سنوي خلال عام 2021. نتوقع استمرار انخفاض صافي الديون إلى EBITDA ليستقر عند 3.8 مرة في عام 2026 بدعم من قدرة الشركة القوية على توليد النقد من العمليات وخطط الشركة لخفض النفقات الرأسمالية على المدى المتوسط بالإضافة إلى خطة الشركة بعدم اللجوء إلى ديون إضافية خلال الفترة بين 2022-2026.

## ■ التقييم والملخص المالي

لقد قمنا بتقييم شركة مرافق باستخدام مزيج من نموذج خصم التوزيعات النقدية (DDM) (بوزن 50%) ومضاعف قيمة المنشأة إلى الإيرادات (بوزن 25%) ومضاعف قيمة المنشأة إلى EBITDA (بوزن 25%). لدى الشركة نسبة توزيعات نقدية ثابتة وجذابة، حيث أنها هي الحالة الاستثمارية الرئيسية للشركة، ولذلك قمنا بإعطاء طريقة خصم التوزيعات النقدية الوزن الأعلى. توصلنا إلى تقييم 12.9 مليار ريال أو 51.64 ريال للسهم الواحد. نبدأ تغطيتنا للشركة بالحياد.

### ملخص التقييم

طريقة التقييم	القيمة العادلة	الوزن	المتوسط المرجح
خصم التوزيعات النقدية	46.25	50%	23.13
قيمة المنشأة إلى EBITDA	53.06	25%	13.27
قيمة المنشأة إلى الإيرادات	60.99	25%	15.25
القيمة العادلة (بالريال)	51.64		

### 1- باستخدام نموذج خصم التوزيعات النقدية تقييم الشركة عند 11.56 مليار ريال (46.25 ريال للسهم)

باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) لتحديد تكلفة حقوق الملكية، استخدمنا معدلًا خاليًا من المخاطر نسبته 4.5% وعلووة مخاطر حقوق الملكية نسبتها 4.6%. معامل بيتا يبلغ 0.90 وهو متوسط البيتا للأربع شركات هم: شركة الكهرباء السعودية وشركة الخريف وشركة الدريس للبترول والنقل وشركة جاسكو، حيث نعتقد أن هذه هي أكثر أربع شركات مقارنة في السوق المحلية. توصلنا إلى تكلفة حقوق الملكية عند 8.5%.

### جدول 6: نموذج خصم توزيعات الأرباح

تقييم الرياض المالية	2023*	2024*	2025*	2026*
التوزيعات النقدية للسهم	2.2	2.7	2.8	2.9
القيمة النهائية	52.2			
القيمة الإجمالية	2.2	2.7	2.8	55.1
معدل الخصم	0.92	0.85	0.78	0.72
التوزيعات النقدية المخصصة	2.0	2.3	2.2	39.7
معدل النمو طويل الأجل	2.8%			
القيمة العادلة للسهم	46.3			

المصدر: الرياض المالية  
\* متوقعة

يشير تقييمنا البالغ 11.56 مليار ريال (46.25 ريال للسهم) إلى عائد توزيعات نقدية نسبتها 4.8%. بالنظر إلى البيئة الحالية لأسعار الفائدة المرتفعة، قد يجد المستثمرون عائدات 4.8% غير جذابة للغاية. ومع ذلك، فإننا نعتقد أن للشركة قيمة ضمنية تتمثل بشكل رئيسي في استقرارها، والمساهمين الرئيسيين الذين هم أيضًا عملائها، وقدرة الشركة على الظفر بالفرص الجديدة التي قد تنشأ من خطط الحكومة لتطوير القطاع الصناعي في المملكة العربية السعودية. وبالتالي، فإننا نضمن هذه القيمة الضمنية في تقييمنا باستخدام رأس المال المعاد استثماره كمؤشر لمعدل النمو المستدام للشركة. توصلنا إلى معدل نمو مستدام نسبته 2.8% من خلال أخذ العائد على حقوق الملكية (ROE) في معدل الاحتفاظ بالشركة (retention ratio).

-2 باستخدام التحليل المقارن تقييم الشركة عند 14.3 مليار ريال (57.03 ريال للسهم)

لقد أجرينا أيضًا طريقة التقييم بالمضاعفات لشركة مرافق، حيث استخدمنا مضاعف قيمة المنشأة إلى EBITDA ومضاعف قيمة المنشأة إلى الإيرادات. كما هو موضح بالجدول أدناه، لقد استخدمنا متوسط المضاعف لثماني شركات بوجهة نظرنا قابلة للمقارنة نسبيًا.

جدول 7: التحليل المقارن

التقييم باستخدام قيمة المنشأة إلى EBITDA			
2,499	EBITDA للعام 2023	9.4x	TAQA MOROCCO
		5.2x	SAUDI ELECTRICITY CO
13,265	قيمة حقوق المساهمين	10.0x	DUBAI ELECTRICITY & WATER AU
250	عدد الأسهم (مليون)	11.1x	CHINA YANGTZE POWER CO LTD-A
53.06	القيمة العادلة	8.7x	CLP HOLDINGS LTD
		8.2x	NTPC LTD
		14.7x	HONG KONG & CHINA GAS
		12.8x	NATIONAL GRID PLC
		<b>10.0x</b>	<b>المضاعف المقارن لقيمة المنشأة إلى EBITDA</b>

التقييم باستخدام قيمة المنشأة إلى الإيرادات			
6,716	الإيرادات لعام 2023	2.8x	TAQA MOROCCO
		2.8x	SAUDI ELECTRICITY CO
15,247	قيمة حقوق المساهمين	5.2x	DUBAI ELECTRICITY & WATER AU
250	عدد الأسهم (مليون)	9.3x	CHINA YANGTZE POWER CO LTD-A
60.99	القيمة العادلة	2.4x	CLP HOLDINGS LTD
		2.3x	NTPC LTD
		3.3x	HONG KONG & CHINA GAS
		4.2x	NATIONAL GRID PLC
		<b>4.0x</b>	<b>المضاعف المقارن لقيمة المنشأة إلى الإيرادات</b>

المصدر: بلومبيرغ، الرياض المالية

جدول 8: ملخص القوائم المالية الموحدة

2026*	2025*	2024*	2023*	2022*	2021	2020	2019	2018	قائمة الدخل (مليون ريال)
7,528	7,252	6,987	6,716	6,450	6,192	6,092	6,108	6,271	الإيرادات
(6,348)	(6,115)	(5,892)	(5,665)	(5,443)	(5,288)	(5,463)	(5,588)	(5,650)	تكلفة الإيرادات
<b>1,181</b>	<b>1,136</b>	<b>1,095</b>	<b>1,051</b>	<b>1,007</b>	<b>905</b>	<b>628</b>	<b>520</b>	<b>621</b>	الدخل الإجمالي
(143)	(138)	(133)	(128)	(125)	(145)	(147)	(236)	(248)	المصاريف الإدارية
296	285	274	264	255	238	183	433	215	بنود أخرى
<b>1,333</b>	<b>1,284</b>	<b>1,237</b>	<b>1,187</b>	<b>1,137</b>	<b>998</b>	<b>664</b>	<b>716</b>	<b>587</b>	الدخل التشغيلي
(294)	(287)	(279)	(272)	(251)	(217)	(292)	(505)	(330)	الدخل وتكاليف التمويل
(122)	(112)	(112)	(110)	32	(117)	(82)	3	(33)	الزكاة
<b>917</b>	<b>884</b>	<b>846</b>	<b>805</b>	<b>917</b>	<b>665</b>	<b>290</b>	<b>213</b>	<b>224</b>	صافي الدخل
<b>917</b>	<b>884</b>	<b>846</b>	<b>805</b>	<b>917</b>	<b>632</b>	<b>267</b>	<b>198</b>	<b>204</b>	صافي الدخل العائد على مساهمي الشركة الأم
2,654	2,575	2,499	2,425	2,341	2,167	2,004	2,044	1,930	EBITDA
3.67	3.54	3.38	3.22	3.67	2.53	1.07	0.79	0.82	ربحية السهم الواحد
2.94	2.83	2.71	2.20	2.20	0.70	0.50	0.50	0.70	التوزيعات النقدية للسهم

المصدر: مرافق، الرياض المالية

2026*	2025*	2024*	2023*	2022*	2021	2020	2019	2018	قائمة المركز المالي (مليون ريال)
									الأصول
971	1,090	1,541	1,294	1,535	1,905	1,821	1,121	1,417	النقد وما في حكمه
1,002	965	930	894	858	834	907	808	1,065	ذمم مدينة تجارية
718	708	696	682	666	658	795	875	1,414	أخرى
<b>2,691</b>	<b>2,763</b>	<b>3,167</b>	<b>2,869</b>	<b>3,060</b>	<b>3,397</b>	<b>3,523</b>	<b>2,804</b>	<b>3,897</b>	مجموع الأصول المتداولة
19,144	19,596	20,050	20,576	20,568	20,412	20,246	20,279	20,066	ممتلكات وآلات ومعدات
348	336	324	313	302	301	343	428	751	أخرى
19,492	19,932	20,374	20,889	20,870	20,713	20,589	20,707	20,818	مجموع الأصول غير المتداولة
<b>22,183</b>	<b>22,694</b>	<b>23,542</b>	<b>23,758</b>	<b>23,930</b>	<b>24,110</b>	<b>24,112</b>	<b>23,510</b>	<b>24,714</b>	مجموع الأصول
									حقوق الملكية والمطلوبات
791	762	734	706	678	612	585	607	833	ذمم دائنة تجارية
2,093	2,356	1,667	1,623	1,625	1,584	2,035	1,585	2,687	أخرى
<b>2,885</b>	<b>3,119</b>	<b>2,402</b>	<b>2,329</b>	<b>2,303</b>	<b>2,197</b>	<b>2,620</b>	<b>2,192</b>	<b>3,520</b>	مجموع المطلوبات المتداولة
2,868	2,744	2,666	2,679	2,716	2,865	3,112	2,956	2,902	التزامات عقود الإيجار
7,564	8,149	9,968	10,476	10,892	11,497	11,392	11,484	11,452	أخرى
10,432	10,893	12,634	13,156	13,608	14,362	14,504	14,440	14,354	مجموع المطلوبات غير المتداولة
<b>13,317</b>	<b>14,012</b>	<b>15,036</b>	<b>15,484</b>	<b>15,911</b>	<b>16,559</b>	<b>17,124</b>	<b>16,632</b>	<b>17,874</b>	مجموع المطلوبات
2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	رأس المال
5,986	5,838	5,695	5,495	5,276	4,834	4,335	4,191	4,124	أرباح مبقاه
451	416	382	350	313	288	261	249	240	احتياطي نظامي
8,866	8,683	8,506	8,273	8,018	7,551	6,987	6,878	6,840	مجموع حقوق الملكية
<b>22,183</b>	<b>22,694</b>	<b>23,542</b>	<b>23,758</b>	<b>23,930</b>	<b>24,110</b>	<b>24,112</b>	<b>23,510</b>	<b>24,714</b>	مجموع حقوق الملكية والمطلوبات

المصدر: مرافق، الرياض المالية

2026*	2025*	2024*	2023*	2022*	2021	2020	2019	2018	قائمة التدفقات النقدية (مليون ريال)
917	884	846	805	917	665	290	213	224	صافي الدخل
1,762	1,714	1,675	1,639	1,443	1,555	1,804	1,999	1,886	تعديلات
<b>2,258</b>	<b>2,183</b>	<b>2,097</b>	<b>2,028</b>	<b>2,049</b>	<b>2,230</b>	<b>1,570</b>	<b>2,342</b>	<b>1,244</b>	التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية
38	134	(64)	75	990	(196)	(1,190)	17	1,046	الودائع
(417)	(402)	(387)	(909)	(1,099)	(833)	(571)	(609)	(81)	أخرى
<b>(379)</b>	<b>(268)</b>	<b>(451)</b>	<b>(835)</b>	<b>(109)</b>	<b>(1,029)</b>	<b>(1,761)</b>	<b>(592)</b>	<b>965</b>	التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية
(734)	(707)	(613)	(550)	(450)	(141)	(117)	(110)	(167)	التوزيعات النقدية
(1,231)	(1,529)	(856)	(816)	(876)	(1,172)	(182)	(1,920)	(1,851)	أخرى
<b>(1,965)</b>	<b>(2,236)</b>	<b>(1,469)</b>	<b>(1,366)</b>	<b>(1,326)</b>	<b>(1,313)</b>	<b>(299)</b>	<b>(2,030)</b>	<b>(2,018)</b>	التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية
<b>(85)</b>	<b>(322)</b>	<b>177</b>	<b>(173)</b>	<b>614</b>	<b>(112)</b>	<b>(491)</b>	<b>(279)</b>	<b>191</b>	التغير في النقد
<b>779</b>	<b>1,101</b>	<b>924</b>	<b>1,097</b>	<b>483</b>	<b>595</b>	<b>1,085</b>	<b>1,364</b>	<b>1,173</b>	النقد في بداية الفترة
<b>693</b>	<b>779</b>	<b>1,101</b>	<b>924</b>	<b>1,097</b>	<b>483</b>	<b>595</b>	<b>1,085</b>	<b>1,364</b>	النقد في نهاية الفترة

المصدر: مرافق، الرياض المالية

**جدول 9: أهم النسب المالية**

2026*	2025*	2024*	2023*	2022*	2021	2020	2019	
								<b>النمو على أساس سنوي</b>
3.8%	3.8%	4.0%	4.1%	4.2%	1.7%	(0.3%)	(2.6%)	الإيرادات
5.0%	5.0%	5.3%	5.3%	5.3%	5.9%	(2.6%)	-	الطاقة
1.3%	1.2%	1.5%	1.5%	1.6%	0.2%	1.8%	-	المياه
5.4%	5.4%	5.8%	5.8%	5.1%	(0.8%)	(1.1%)	-	الإيرادات من توريد / جواب
-	-	1.3%	9.8%	36.1%	65.0%	21.2%	-	بيع الغاز
3.9%	3.8%	4.2%	4.4%	11.3%	44.0%	20.9%	(16.3%)	الدخل الإجمالي
3.7%	3.6%	3.5%	3.0%	(14.0%)	(1.2%)	(37.9%)	(4.5%)	المصاريف الإدارية
(0.7%)	(0.7%)	(0.9%)	(0.5%)	3.7%	6.3%	(1.7%)	8.8%	EBITDA
3.8%	4.6%	5.1%	(12.3%)	45.1%	136.8%	34.6%	(2.8%)	صافي الدخل
								<b>الربحية</b>
15.7%	15.7%	15.7%	15.7%	15.6%	14.6%	10.3%	8.5%	الهامش الإجمالي
35.2%	35.5%	35.8%	36.1%	36.3%	35.0%	32.9%	33.5%	هامش EBITDA
12.2%	12.2%	12.1%	12.0%	14.2%	10.7%	4.8%	3.5%	الهامش الصافي
10.5%	10.3%	10.1%	9.9%	11.8%	8.4%	3.8%	2.9%	العائد على حقوق الملكية
4.1%	3.9%	3.6%	3.4%	3.8%	2.6%	1.1%	0.8%	العائد على الأصول
								<b>نسب السيولة</b>
0.93	0.89	1.32	1.23	1.33	1.55	1.34	1.28	نسبة السيولة
0.85	0.80	1.21	1.12	1.21	1.42	1.23	1.15	نسبة السيولة السريعة
								<b>أخرى</b>
3.67	3.54	3.38	3.22	3.67	2.53	1.07	0.79	ربحية السهم الواحد
2.94	2.83	2.71	2.20	2.20	0.70	0.50	0.50	التوزيعات النقدية للسهم
80.0%	80.0%	80.0%	68.3%	60.0%	27.7%	46.8%	63.0%	نسبة التوزيعات النقدية
35.46	34.73	34.02	33.09	32.07	30.20	27.74	27.35	القيمة الدفترية للسهم الواحد

المصدر: مرافق، الرياض المالية

## تصنيف السهم

غير مُصنّف	بيع	حياد	شراء
تحت المراجعة/ مقيد	إجمالي العوائد المتوقعة أقل من -15%	إجمالي العوائد المتوقعة بين -15% و 15%	إجمالي العوائد المتوقعة أكبر من 15%

\* تعتبر نسب العوائد تقديرية، حيث تعتمد التوصيات على عوامل أخرى أيضاً

لإبداء أي ملحوظات على أي من تقاريرنا، نرجو التواصل من خلال [research@riyadcapital.com](mailto:research@riyadcapital.com)

## بيان إخلاء المسؤولية

الرياض المالية شركة مساهمة مقفلة، رأس المال المدفوع 500 مليون ريال سعودي تعمل بموجب ترخيص من هيئة السوق المالية برقم (07070-37) وسجل تجاري رقم 1010239234. الإدارة العامة: واحة غرناطة 2414 حي الشهداء، الوحدة رقم 69 الرياض 13241-7279، المملكة العربية السعودية. الهاتف: 920012299.

قد تتعامل الرياض المالية مع الشركة وتتلقى تعويضات من الشركة مقابل الخدمات المقدمة إليها. قد تقوم الرياض المالية بدور المستشار أو متعهد التغطية فيما يتعلق بالطرح المقترح للأوراق المالية من قبل الشركة. تم تقديم هذا المستند إليك لمعلوماتك فقط ولا يجوز إعادة إنتاجه أو إعادة توزيعه أو نقله إلى أي شخص آخر. لا يجوز توزيع هذه الوثيقة بشكل مباشر أو غير مباشر على أي سلطة قضائية حيث يكون القيام بذلك غير قانوني.

تم جمع المعلومات الواردة في هذا التقرير بحسن نية من مصادر عامة مختلفة يعتقد بأنها موثوق بها. في حين اتخذت كل العناية المعقولة لضمان أن الوقائع الواردة في هذا التقرير هي دقيقة وأن التوقعات والآراء والتنبؤات الواردة في هذه الوثيقة هي عادلة ومعقولة، ومع ذلك فإن الرياض المالية لا تضمن دقة البيانات والمعلومات المقدمة، وعلى وجه الخصوص، الرياض المالية لا تتعهد أن المعلومات الواردة في هذا التقرير هي كاملة أو خالية من أي خطأ. هذا التقرير ليس، وليس المقصود به أن يفسر على أنه، عرض للبيع أو تقديم عرض لشراء أية أوراق مالية. وبناءً عليه، فإنه يجب عدم الاعتماد على دقة، و/أو عدالة، و/أو اكتمال المعلومات التي يحتوي عليها هذا التقرير. الرياض المالية تخلي مسؤوليتها ولا تقبل أي التزام عن أي خسارة ناجمة عن أي استخدام لهذا التقرير أو محتوياته، ولن تكون الرياض المالية مسؤولة ولن يكون أي من منسوبي الرياض المالية من مدراء، ومسؤولين، وموظفين مسؤولين في أي حال من الأحوال عن محتويات هذا التقرير. الرياض المالية أو موظفيها أو أحد أو أكثر من الشركات التابعة أو عملائها قد يكون لهم استثمارات في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى المشار إليها في هذا التقرير. الآراء والتنبؤات والتوقعات الواردة في هذا التقرير تمثل الآراء الحالية لشركة الرياض المالية كما في تاريخ هذا التقرير فقط وبالتالي فهي عرضة للتغيير دون إشعار. ليس هنالك أي ضمان بأن النتائج أو الأحداث المستقبلية سوف تكون متسقة مع أية آراء أو تنبؤات أو توقعات واردة في هذا التقرير، وما ورد في التقرير يمثل نتيجة محتملة فقط. كما أن هذه الآراء، والتنبؤات والتوقعات تخضع لبعض المخاطر وعدم التأكد والافتراضات التي لم يتم التحقق منها والنتائج أو الأحداث الفعلية في المستقبل قد تختلف بشكل كلي. القيمة لأي، أو الدخل من أي، من الاستثمارات المشار إليها في هذا التقرير قد تتقلب و/أو تتأثر بالتغيرات. الأداء السابق ليس بالضرورة مؤشراً للأداء المستقبلي. وفقاً لذلك، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على ناتج أقل من المبلغ المستثمر في الأصل. هذا التقرير يقدم معلومات ذات طابع عام ولا يعتبر ظروف، وأهداف، ومستوى المخاطرة لأي مستثمر معين. ولذلك، فإنه لا يقصد بهذا التقرير تقديم مشورة في مجال الاستثمار ولا يأخذ بعين الاعتبار الوضع المالي الخاص و/أو الأهداف الاستثمارية الخاصة و/أو الاحتياجات الخاصة بالقارئ. قبل اتخاذ أي قرار بخصوص الاستثمار يجب على القارئ الحصول على المشورة المستقلة من ذوي الخبرة في المجالات المالية والقانونية و/أو أي مستشارين آخرين حسب الضرورة نظراً لأن الاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية قد لا يكون ملائماً لجميع الأشخاص. لا يحق نسخ أو توزيع هذا التقرير البحثي، كلياً أو جزئياً، وجميع المعلومات والآراء والتنبؤات والتوقعات الواردة فيه محمية بموجب القواعد ولوائح حقوق الطبع والنشر.