

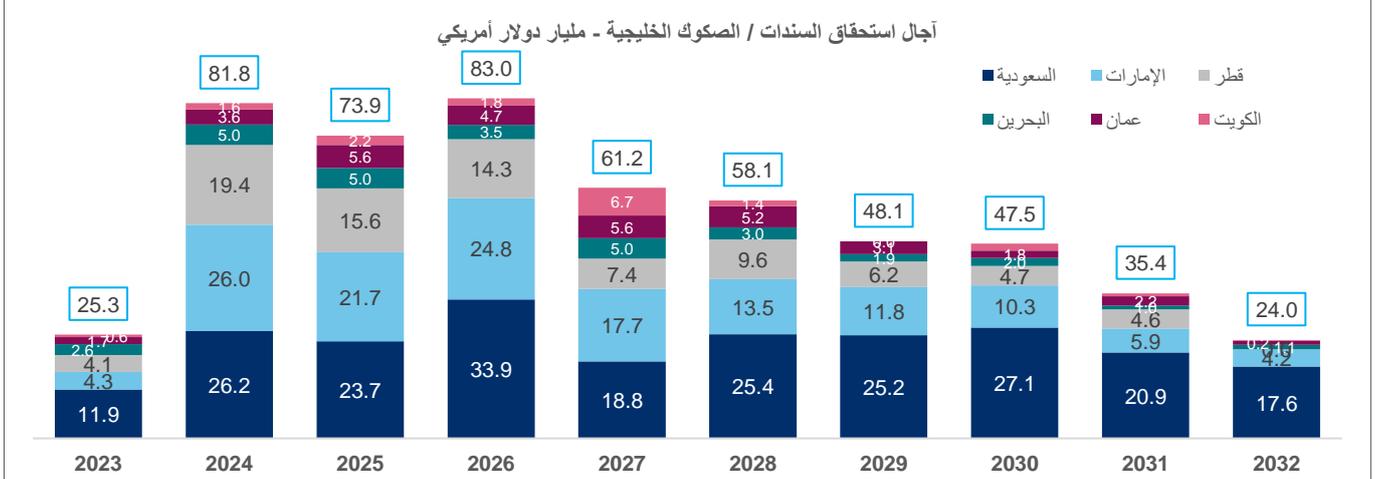
يونيو 2023

سوق الدخل الثابت بدول مجلس التعاون الخليجي

وقف رفع أسعار الفائدة وتصريحات الاحتياطي الفيدرالي تؤدي إلى تذبذب أداء سوق أدوات الدخل الثابت...

كانت التصريحات الأخيرة الصادرة عن مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي مفاجأة غير متوقعة للأسواق فيما يتعلق بصفة رئيسية برفع سعر الفائدة مرتين هذا العام بالإضافة إلى المؤشرات الدالة على أنه لن يتم خفضها هذا العام. وكانت توقعات المتداولين تشير إلى وقف رفع سعر الفائدة هذا الشهر بعد رفعها عشر مرات متتالية، إلا أنه في ظل استمرار ارتفاع التضخم الأساسي، قرر مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي اتخاذ موقف الانتظار والترقب قبل الشروع في اتخاذ قرارات برفع سعر الفائدة أو خفضها في المدى القريب. ونتيجة لذلك، تصاعدت المخاوف بشأن إعادة تمويل الإصدارات المتعلقة بالجائحة والتي من المتوقع أن يستحق سدادها على المدى القريب بالإضافة إلى مخاطر زيادة حالات التخلف عن السداد من قبل الشركات، حيث إن إعادة التمويل بمعدلات وصلت إلى أعلى مستوياتها منذ عقود من الزمن ستكون مكلفة للأعمال.

وعلى الصعيد الإقليمي، من المتوقع أن تواجه اقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي تحديات ناجمة عن تباطؤ الطلب العالمي ورفع سعر الفائدة على مستوى المنطقة والعالم ككل وتراجع النمو الاقتصادي، في الوقت الذي تسعى فيه الدول لكبح جماح التضخم. إلا أن الطلب المحلي القوي، وخاصة في قطاع البنية التحتية، من المتوقع أن يلعب دوراً في تعزيز الاقتصادات ومواجهة بعض التحديات المتعلقة بالتضخم. وبالإضافة إلى ذلك، فإن قوة مستويات الجدارة الائتمانية التي تتميز بها معظم دول مجلس التعاون الخليجي تساهم في تعزيز استقرار العملات الخليجية وسوق تمويل الدخل الثابت.



المصدر: بلومبرج وبحوث كامكو إنفست. ملاحظة: جميع البيانات لغاية 19-يونيو-2023، بما في ذلك الإصدارات منذ بداية العام 2023 وحتى تاريخه

وبعد أن شهدت إصدارات أدوات الدخل الثابت في دول مجلس التعاون الخليجي انخفاضاً حاداً في العام 2022، نجحت مرة أخرى في ان تتعافى جزئياً خلال الستة أشهر الأولى من العام 2023 مقارنة بالفترة المماثلة من العام 2022. ويعزى النمو على أساس سنوي بصفة رئيسية إلى زيادة إصدارات سندات الشركات هذا العام وهو الأمر الذي قابله انخفاض حاد في الإصدارات الحكومية. أما على صعيد أدوات الدين المختلفة، تفوق أداء السندات على الصكوك، مسجلة نمواً قوياً على أساس سنوي بينما تراجعت إصدارات أدوات الدين الإسلامية. ويعكس إصدارات الشركات بشكل رئيسي إعادة تمويل أدوات الدين مستحقة السداد بمعدلات أعلى مقارنة بالإصدارات الجديدة. من جهة أخرى، يشير تراجع الإصدارات الحكومية إلى ارتفاع أسعار النفط التي تم تداولها ضمن نطاق محدود تراوح ما بين 70 إلى 80 دولار أمريكي للبرميل.

وفي ذات الوقت، ما تزال المؤشرات الاقتصادية في دول مجلس التعاون الخليجي قوية وتشير إلى ارتفاع الإصدارات هذا العام مقارنة بالعام 2022. حيث أن قراءة مؤشر مديري المشتريات للاقتصادات الرئيسية في المنطقة ما تزال أعلى بكثير من حاجز النمو البالغ 50 نقطة، بما في ذلك السعودية وقطر والإمارات ودبي. في حين ووفقاً لأحدث النتائج المالية التي تم الإعلان عنها لفترة الربع الأول من العام 2023، سجلت معظم الشركات نمواً على أساس ربع سنوي. وما يزال الاقتصاد غير النفطي قوياً في ظل تسجيل الناتج المحلي الإجمالي نمواً بنسبة 4.2 في المائة، أي بتراجع هامشي مقابل 4.9 في المائة في العام 2022، وفقاً لصندوق النقد الدولي. كما انعكس ذلك أيضاً على سوق المشاريع الإقليمية، إذ فاقت قيمة العقود الجديدة التي من المتوقع ترسيبها أكثر من 100 مليار دولار أمريكي هذا العام، وفقاً لمجلة ميد.

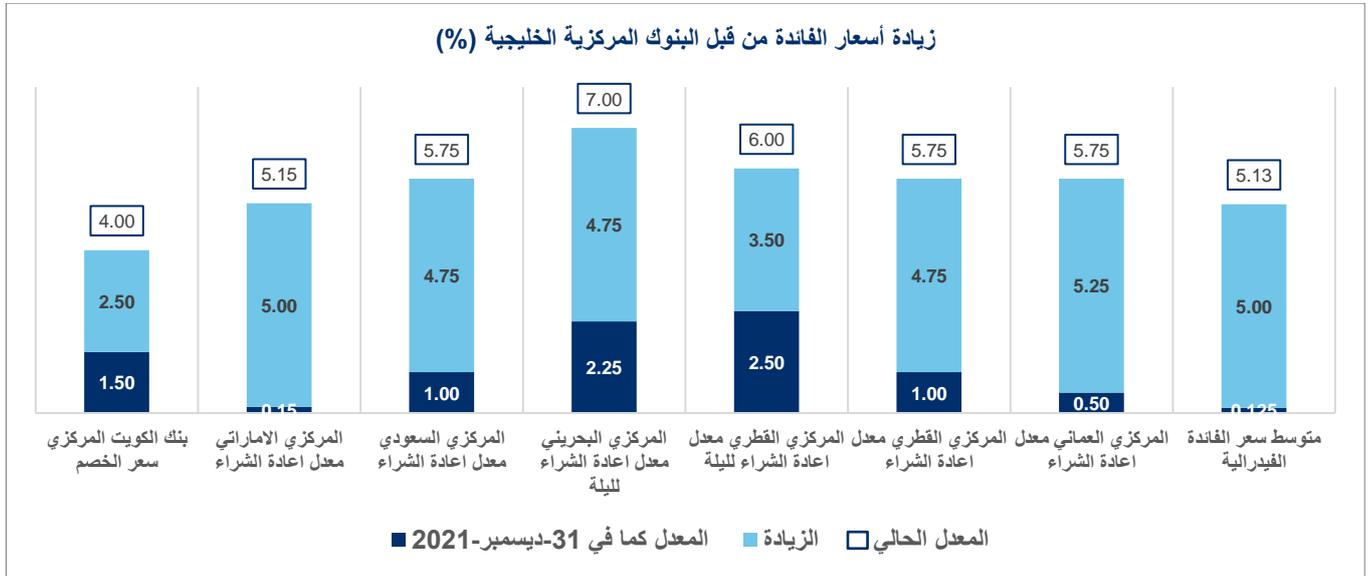
### إجراءات التصنيف السيادي

تساوت تقريباً إجراءات التصنيف السيادي بين الدول التي تم خفض تصنيفها وتلك التي تم رفع تصنيفها منذ بداية العام 2023. ووفقاً للبيانات الصادرة عن وكالة بلومبرج، تم اتخاذ نحو 27 إجراءً لتصنيفات الائتمان السيادي هذا العام، تراوحت ما بين خفض ورفع التصنيفات السيادية. وشهدنا 14 حالة خفض للتصنيف السيادي و13 حالة ترقية منذ بداية العام. وتركزت معظم حالات الخفض على الاقتصادات الناشئة والنامية، في حين اتسع نطاق الترتقيات السيادية ليشمل كافة أنحاء العالم.

وكانت معظم إجراءات التصنيف السيادي في دول مجلس التعاون الخليجي إيجابية، وتم رفع التصنيف الائتماني لدولتين منذ بداية العام. حيث قامت وكالة موديز للتصنيف الائتماني برفع التصنيف السيادي لعمان هذا العام من Ba3 إلى Ba2 في مايو 2023. وقامت وكالة التصنيف الائتماني بتغيير تصنيفها لسلطنة عمان للمرة الأولى منذ ثلاث سنوات وأبقت على نظرتها الإيجابية. وعكست تلك الترقية تحسن قياسات أعباء الديون والقدرة على تحمل الديون خلال العام 2022 بفضل ارتفاع عائدات النفط والغاز. كما أن ضبط الإنفاق الحكومي والتحرك لاستخدام الفائض والاحتياطيات لسداد الديون دعمت التصنيف. كما قامت كلا من وكالتي ستاندرد أند بورز وفيتش برفع التصنيف السيادي للسعودية هذا العام. حيث رفعت ستاندرد أند بورز تصنيفها للمملكة إلى A من A- مع نظرة مستقبلية مستقرة. ويعكس هذا التحديث خطط الإصلاح الحكومية التي تدعم تطوير القطاع غير النفطي والحد من الاعتماد على القطاع النفطي. في حين عكست ترقية وكالة فيتش من A إلى A+ مع نظرة مستقبلية مستقرة، قوة الموازنات العمومية والخارجية للمملكة والاحتياطي المالي في هيئة ودائع وأصول أخرى يمتلكها القطاع العام.

### ارتفاع معدلات التضخم وأسعار الفائدة – إيقاف مؤقت لرفع سعر الفائدة والتحذير من رفعها في المستقبل

في أحدث اجتماعات مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي تم الإبقاء على سعر الفائدة دون تغيير في نطاق 5.00 - 5.25 في المائة بعد عشر زيادات متتالية على مدار الخمسة عشر شهراً الماضية. وتوقعت الأسواق تلك الخطوة في ظل توقعات تباطؤ وتيرة التضخم خلال الفترة المتبقية من العام، وذلك على الرغم من أن البيانات الاقتصادية ما تزال أقوى من المتوقع وكان تأثير رفع سعر الفائدة على التضخم أقل مما كان مخططاً له. ووصلت أحدث قراءة للتضخم إلى نسبة 4.0 في المائة خلال شهر مايو 2023 بعد أن واصلت التراجع على مدار 11 شهراً متتالية. إلا أن حماسة السوق بدأت في التراجع بعد أن أبقى الاحتياطي الفيدرالي على نبرته المتشددة والتوقعات برفع سعر الفائدة خلال الفترة المتبقية من العام 2023 نظراً لارتفاع معدلات التضخم وقوة سوق العمل. وأشار رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي إلى رفع سعر الفائدة مرتين على الأقل بمقدار 25 نقطة أساس لكلا منهما، والتي قد نشهد أقربها في يوليو 2023. ونتيجة لذلك، تشير خارطة نقاط تصويت الاحتياطي الفيدرالي على أسعار الفائدة إلى ارتفاع معدل سعر الفائدة إلى 5.6 في المائة في المتوسط بنهاية العام 2023.



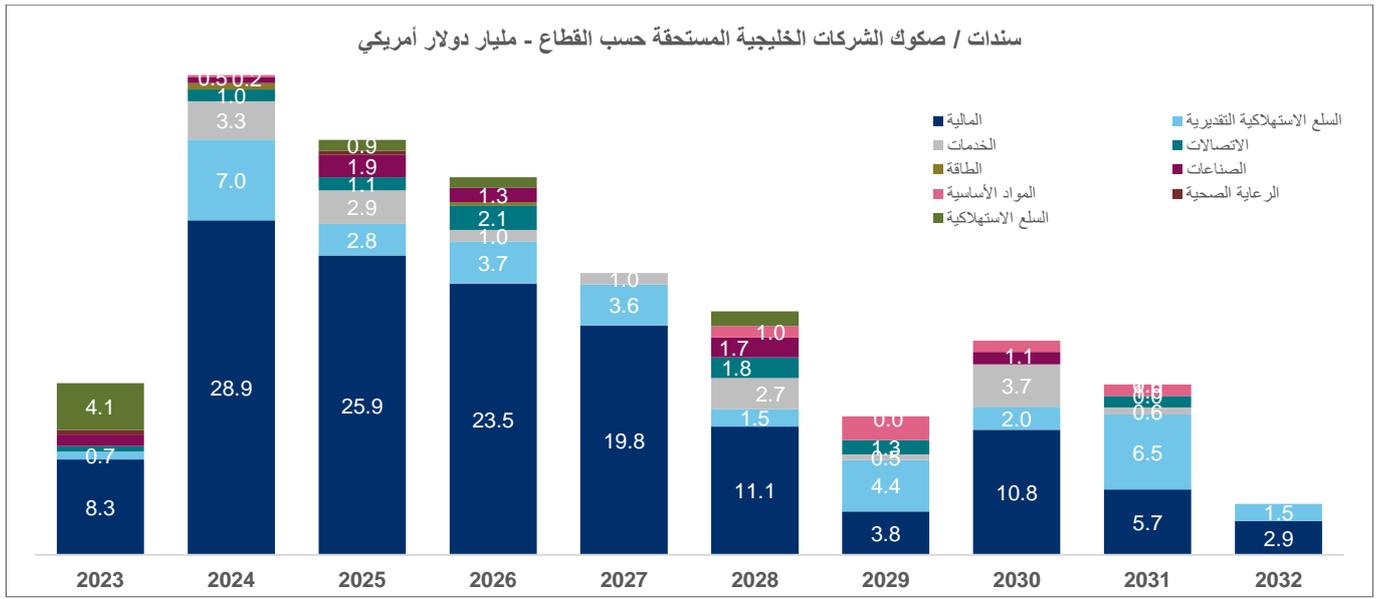
المصدر: بلومبرج وبحث كامكو إنفست

وبالانتقال إلى أوروبا، قام كلا من البنك المركزي الأوروبي وبنك إنجلترا برفع أسعار الفائدة على خلفية ارتفاع معدلات التضخم. إذ رفع البنك المركزي الأوروبي سعر الفائدة على الودائع للمرة الثامنة على التوالي إلى أعلى مستوياتها في 22 عاماً لتصل إلى 3.50 في المائة مقابل 3.25 في المائة في السابق. ويتوقع البنك المركزي الأوروبي أن تظل معدلات التضخم مرتفعة على المدى الطويل بعد الزيادة الحادة التي شهدتها التضخم الأساسي، وصرح بأن المزيد من قرارات رفع سعر الفائدة قادمة على المدى القريب. وبالنسبة للتوقعات، يتوقع البنك المركزي الأوروبي أن يظل التضخم فوق المستوى المستهدف البالغ 2 في المائة حتى نهاية العام 2025. وأظهرت القراءة الأخيرة للتضخم في الاتحاد الأوروبي زيادة بنسبة 6.1 في المائة كما في مايو 2023. إلا أنه في ظل وجود 22 اقتصاداً مختلفاً ضمن المجموعة والتي تحتفظ كل منها بمستويات متباينة من معدلات التوظيف والتضخم، فقد تختلف السياسات المستقبلية اعتماداً على موقف الاقتصادات الكبرى من تلك الأوضاع. وبالنسبة للمملكة المتحدة، فهي تعاني أيضاً من مشكلة التضخم، حيث يقوم المتداولون بتسعير أربع ارتفاعات أخرى لسعر الفائدة، على أن تصل في ذروتها إلى 5.75 في المائة، وقد تصل إلى 6 في المائة في أوائل العام المقبل، والذي يعد أعلى مستوياتها منذ العام 2000.

### آجال استحقاق السندات / الصكوك

من المتوقع أن تصل قيمة أدوات الدخل الثابت مستحقة السداد من قبل حكومات دول مجلس التعاون الخليجي على مدى السنوات الخمس المقبلة (2023-2027) إلى 175.8 مليار دولار أمريكي، في حين أن آجال استحقاق أدوات الدين الخاصة بالشركات ستظل أقل قليلاً عند مستوى 149.4 مليار دولار أمريكي. ومن المتوقع أن تظل قيمة السندات والصكوك مستحقة السداد مرتفعة خلال الفترة الممتدة ما بين 2023 حتى 2027 ثم تنخفض تدريجياً لبقية مدة الاستحقاق. ويشير ارتفاع قيمة أدوات الدين مستحقة السداد خلال السنوات الخمس المقبلة إلى تزايد عدد الإصدارات قصيرة الأجل (مدة استحقاق أقل من 5 سنوات) في عامي 2020 و 2021 نظراً لجمع الحكومات الأموال لموازنة العجز خلال الجائحة. ومعظم تلك الاستحقاقات مقومة بالدولار الأمريكي بنسبة 58.6 في المائة، تليها الإصدارات بالعملة المحلية بالريال السعودي والريال القطري بنسبة 18.2 في المائة و 7.4 في المائة، على التوالي. بالإضافة إلى ذلك، فإنه نظراً لمستويات التصنيف الائتماني لحكومات دول مجلس التعاون الخليجي، فإن أغلبية هذه الاستحقاقات تتميز بأنها من درجة استثمارية عالية، أو أدوات مصنفة من الفئة (A). أما فيما يتعلق بنوعية أدوات الدين، فتأتي السندات التقليدية في الصدارة، حيث تمثل القيمة مستحقة السداد خلال السنوات الخمس المقبلة نحو 201.2 مليار دولار أمريكي، في حين يتوقع أن

تصل قيمة الصكوك مستحقة السداد إلى 124.0 مليار دولار أمريكي. وفيما يتعلق بآجال الاستحقاق وفقاً لكل دولة على حدة، تأتي السعودية في الصدارة متفوقة بذلك على الإمارات من حيث أكبر قيمة أدوات دين مستحقة السداد على مدى السنوات الخمس المقبلة. ومن المتوقع أن تشهد المملكة استحقاق سداد 114.5 مليار دولار أمريكي من أدوات الدخل الثابت حتى العام 2027 تليها جهات الإصدار الإماراتية والقطرية بقيمة 94.6 مليار دولار أمريكي و60.9 مليار دولار أمريكي، على التوالي.



المصدر: بلومبرج وبحث كامكو إنفست

وعلى الصعيد القطاعي، تصل قيمة أدوات الدين مستحقة السداد على قطاع البنوك والخدمات المالية 106.4 مليار دولار أمريكي على مدار السنوات الخمس المقبلة مما يمثل نحو 71.2 في المائة من إجمالي قيمة أدوات الدين مستحقة السداد على الشركات و32.7 في المائة من إجمالي المبالغ مستحقة السداد في دول مجلس التعاون الخليجي حتى العام 2027. تبعة قطاع الطاقة ببلوغ قيمة أدوات الدين مستحقة السداد إلى 17.7 مليار دولار أمريكي أو ما يعادل 11.8 في المائة من إجمالي الاستحقاقات على الشركات الخليجية حتى العام 2027، ثم قطاع المرافق العامة والقطاع الاستهلاكي بقيمة 8.2 مليار دولار أمريكي و 5.9 مليار دولار أمريكي، على التوالي. وتأتي البنوك العاملة في الإمارات في مركز الصدارة من حيث أعلى قيمة أدوات الدين مستحقة السداد خلال السنوات الخمس المقبلة بقيمة 44.9 مليار دولار أمريكي تليها قطر بقيمة 25.3 مليار دولار أمريكي. واستحوذت البنوك العاملة في البلدين على ما نسبته 21.5 في المائة من إجمالي استحقاقات السندات / الصكوك للخمس سنوات المقبلة في دول مجلس التعاون الخليجي. كما تتركز قيمة المبالغ مستحقة السداد في قطاع العقار بصفة رئيسية في الإمارات والسعودية بمقدار 5.1 مليار دولار أمريكي و 3.0 مليار دولار أمريكي، على التوالي، حتى العام 2027.



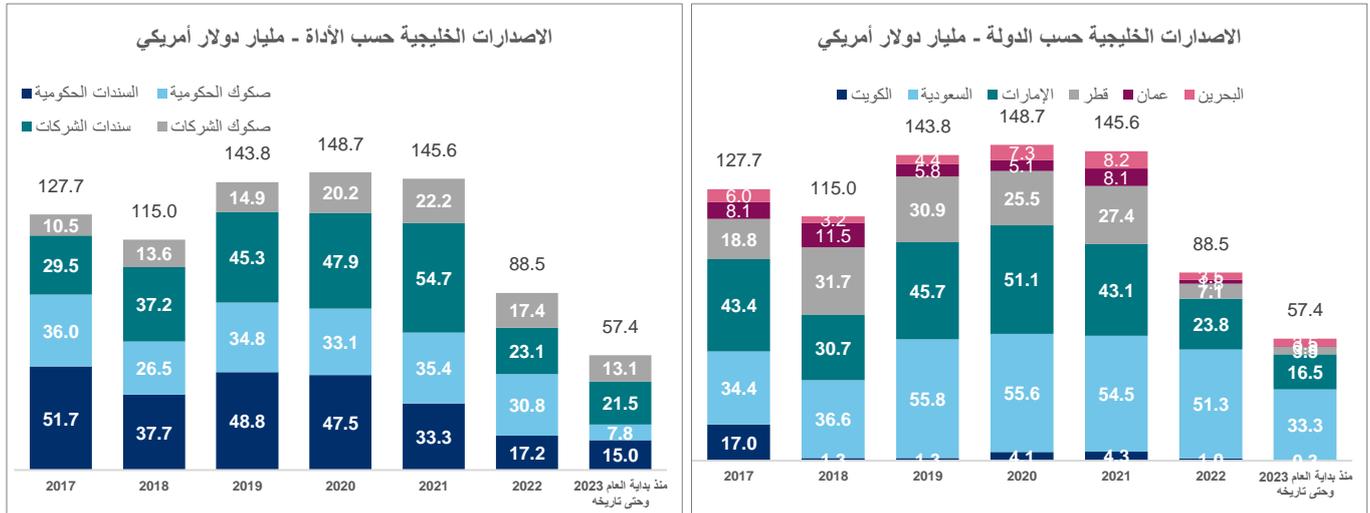
المصدر: بلومبرج وبيوت كامكو إنفست

وشهد هيكل آجال الاستحقاق نمواً مستمرا لأدوات الدخل الثابت حتى العام 2022. إلا أن العام 2023 شهد انخفاضاً حاداً في إصدارات أدوات الأوراق المالية الدائمة. ووفقاً للبيانات الصادرة عن وكالة بلومبرج، انخفضت القيمة الاجمالية للإصدارات من 20.0 مليار دولار أمريكي في العام 2022 إلى 2.6 مليار دولار أمريكي فقط خلال الأشهر الستة الأولى من العام 2023.

### إصدارات العام 2023

بلغ إجمالي قيمة إصدارات أدوات الدخل الثابت خلال الستة أشهر الأولى من العام 2023 نحو 57.4 مليار دولار أمريكي مقابل 51.8 مليار دولار أمريكي في الفترة المماثلة من العام 2022، أي بزيادة قدرها 5.6 مليار دولار أمريكي أو بنسبة 10.7 في المائة. وبلغت قيمة إصدارات العام الماضي بأكمله 88.5 مليار دولار أمريكي. ويعزى هذا النمو بصفة رئيسية إلى تزايد إصدارات الشركات والتي ارتفعت من 20.0 مليار دولار أمريكي في النصف الأول من العام 2022 إلى 34.6 مليار دولار أمريكي في

النصف الأول من العام 2023. من جهة أخرى، انخفضت الإصدارات الحكومية بأكثر من الربع لتصل إلى 22.8 مليار دولار أمريكي في النصف الأول من العام 2023 مقابل 31.8 مليار دولار أمريكي في النصف الأول من العام 2022.



المصدر: بلومبرج وبحث كامكو إنفست

أما من حيث نوعية الإصدارات، زادت إصدارات السندات بأكثر من الضعف في النصف الأول من العام 2023 إلى 36.5 مليار دولار أمريكي مقابل 15.1 مليار دولار أمريكي في النصف الأول من العام 2022، بينما انخفضت إصدارات الصكوك بنسبة 43.0 في المائة لتصل إلى 20.9 مليار دولار أمريكي مقابل 36.7 مليار دولار أمريكي في النصف الأول من العام 2022. وعلى مستوى كل دولة على حدة، انخفضت إصدارات الكويت والسعودية وعمان من أدوات الدخل الثابت في النصف الأول من العام 2023 مقارنة بالنصف الأول من العام 2022 بينما شهدت الإمارات وقطر والبحرين نمواً قوياً. وأعلنت جهات الإصدار الإماراتية عن أعلى معدل نمو بالقيمة المطلقة في إصدارات الدخل الثابت هذا العام بزيادة قدرها 4.9 مليار دولار أمريكي أو بنسبة 42.7 في المائة لتصل إلى 16.5 مليار دولار أمريكي من إصدارات أدوات الدخل الثابت. في حين شهدت السعودية انخفاضاً هامشياً قدره 1.5 مليار دولار أمريكي أو ما نسبته 4.3 في المائة، إلا أنها احتفظت بصدارتها كأكبر جهة إصدار لأدوات الدخل الثابت هذا العام، إذ بلغ إجمالي قيمة إصدارات السندات والصكوك 33.3 مليار دولار أمريكي في النصف الأول من العام 2023.

### النظرة المستقبلية - تفاؤل الأسواق مقابل توقعات مجلس الاحتياطي الفيدرالي

قد لا يتم تنفيذ التصريحات التي تفيد برفع سعر الفائدة بنحو 50 نقطة أساس بشكل كامل، حيث يتوقع الاقتصاديون استمرار تراجع معدلات التضخم بنهاية العام. إلا أنه تم رفع توقعات التضخم الأساسي بمقدار 30 نقطة أساس إلى 3.9 في المائة وسوف يساهم مدى التزام الاحتياطي الفيدرالي بإعادة التضخم إلى المستوى المستهدف البالغ 2 في المائة ومدى مرونة نهجه الخاص برفع سعر الفائدة في تحديد مسار العمل المستقبلي. بالإضافة إلى ذلك، تعتقد لجنة الاحتياطي الفيدرالي الآن أنه حتى يتم كبح جماح التضخم، يجب أن يكون معدل الفائدة الحقيقي أعلى بنقطتين مئويتين فوق مستويات التضخم، والتي ارتفعت من 1.1 نقطة مئوية فوق التضخم المتوقع العام الماضي.

وفي الأسواق، بدأ السوق العقاري يشهد تراجعاً، مع ارتفاع معدلات الرهن العقاري التي تؤثر على سوق الإسكان. كما يشير انعكاس منحنى العائد مع تداول سندات الخزنة ذات الأجل الطويل بأقل من تلك ذات آجال الاستحقاق الأقصر إلى حدوث ركود. إلا أن المتداولين الذين كانوا يتوقعون تسبب الركود في وقف رفع سعر الفائدة تفاجأوا بموجة الإعلانات الأخيرة من البنوك المركزية.

## الانعكاسات على سوق أدوات الدخل الثابت

توقع مديرو الصناديق بصفة عامة إيقاف رفع سعر الفائدة مؤقتاً عند المستويات الحالية، على أن تبدأ في الانخفاض من نهاية هذا العام، وبالتالي قاموا ببناء مراكز تتوقع تسجيل نمو في المستقبل. إلا أن نبرة مجلس الاحتياطي الفيدرالي في اجتماعه الأخير عكست تلك التوقعات بوضوح. ويتم رفع سعر الفائدة عبر الأسواق المتقدمة بما في ذلك أستراليا وكندا والاتحاد الأوروبي والمملكة المتحدة والآن جاء الإعلان من الولايات المتحدة.

وشهد سوق أدوات الدخل الثابت العام الماضي تراجعاً حاداً بمعدلات ثنائية الرقم، وفي ظل استمرار ارتفاع سعر الفائدة سجلت المؤشرات تعافي هامشي حتى هذا العام. وتلاشى الحماس الذي شهدناه قبل اجتماع مجلس الاحتياطي الفيدرالي بعد أن فاجأ الاحتياطي الفيدرالي بإعطاء إشارات دالة على اتخاذ المزيد من قرارات رفع سعر الفائدة على المدى القريب. ويستعد المستثمرون الآن لرفع سعر الفائدة لفترات أطول مع توقع المتداولين الآن عدم إجراء أي خفض لسعر الفائدة هذا العام مقارنة بالموقف السابق الذي توقع أن يبدأ التيسير النقدي بنهاية العام.

وسوف يتمثل التأثير على أنشطة الأعمال في ارتفاع تكاليف الاقتراض لفترة أطول ومع ارتفاع تكاليف التمويل وتقلص المعروض النقدي، تتزايد مخاطر التعثر في السداد، خاصة بالنسبة للشركات التي تواجه نماذج أعمال صعبة. كما أن إعادة تمويل التسهيلات الائتمانية ذات الفائدة المنخفضة التي تم الحصول عليها خلال فترة الجائحة من شأنه أن يزيد الوضع سوءاً نظراً لمعدلات الاقتراض الحالية. حيث قام المقترضون بتأخير إعادة التمويل متوقعين انخفاض الأسعار. وقد انعكس ذلك على متوسط استحقاق السندات عالية المخاطر والذي انخفض إلى ما يزيد قليلاً عن مستوى الخمس سنوات، فيما يعد أدنى المستويات على الإطلاق، وفقاً لوكالة بلومبرج. وقد يؤدي خطر الإفلاس إلى زيادة مقايضات الديون بالأسهم وإعادة شراء الديون بأسعار مخفضة.

ونتوقع أن تشديد السياسات النقدية على مستوى العالم سيساهم في الحد من إصدارات أدوات الدخل الثابت. إلا أنه من المتوقع أن يتفوق النمو الاقتصادي في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي على النمو العالمي حيث يتوقع أن يتعافى نشاط سوق المشاريع من التباطؤ الذي شهده خلال الأرباع القليلة الماضية. ونتيجة لذلك، من المتوقع أن تتجاوز إصدارات أدوات الدخل الثابت في العام 2023 مستويات العام الماضي.

ومن المتوقع أن تبلغ قيمة السندات والصكوك الخليجية مستحقة السداد 25.3 مليار دولار أمريكي في الفترة المتبقية من العام 2023، كما يتوقع أن يمثل إعادة تمويل هذه السندات والصكوك الجزء الأكبر من الإصدارات من قبل الشركات والحكومات على مستوى المنطقة. إلا أنه من المتوقع أن يؤدي ارتفاع تكلفة الاقتراض وتزايد الربحية القوية إلى جانب توليد النقد إلى تثبيط بعض أنشطة إعادة التمويل على المدى القريب. ومن جهتنا نؤجل توقعاتنا للإصدارات الجديدة إلى العام المقبل حيث من المتوقع أن يظل ارتفاع سعر الفائدة هذا العام مع عدم توقع خفضها الآن من قبل البنوك المركزية العالمية.

كما أن الشركات لن تقبل على إصدار سندات / صكوك وسوف تتجه نحو سوق الأوراق المالية نظراً للتقييمات المرتفعة الموجودة حالياً في السوق. من جهة أخرى، من المتوقع أن تسجل معظم حكومات دول مجلس التعاون الخليجي فوائض مالية على خلفية ارتفاع أسعار النفط، وهو الأمر الذي من شأنه أن يحد من إجمالي قيمة الإصدارات. بالإضافة إلى ذلك، ما تزال الجهات السيادية في المنطقة بحاجة إلى تمويل على المديين المتوسط إلى الطويل لتلبية الرؤى الاستراتيجية طويلة الأجل. ونتوقع أن يظل إجمالي قيمة إصدارات أدوات الدخل الثابت مستقرًا في العام 2023 أو أن يشهد نمواً هامشياً يتراوح ما بين 80 إلى 85 مليار دولار أمريكي مما يعكس العوامل سالفة الذكر.

## المسؤولية والإفصاح عن المعلومات الهامة

إن "كامكو إنفست" هي شركة مرخصة تخضع كلياً لرقابة هيئة أسواق المال في دولة الكويت ("الهيئة الكويتية") وبشكل جزئي لرقابة بنك الكويت المركزي ("البنك المركزي").

الغرض من هذا التقرير هو توفير المعلومات فقط. لا يُعتبر مضمون هذا التقرير، بأي شكل من الأشكال، استثماراً أو عرضاً للاستثمار أو نصيحة أو إرشاداً قانونياً أو ضريبياً أو من أي نوع آخر، وينبغي بالتالي تجاهله عند النظر في أو اتخاذ أي قرارات استثمارية. لا تأخذ كامكو إنفست بعين الاعتبار، عند إعداد هذا التقرير، الأهداف الاستثمارية والوضع المالي والاحتياجات الخاصة لفرد معين. وبناءً على ما تقدّم، وقيل أخذ أي قرار بناءً على المعلومات الموجودة ضمن هذا المستند، ينبغي على المستثمرين أن يبادروا إلى تقييم الاستثمارات والاستراتيجيات المشار إليها في هذا التقرير على نحو مستقلّ ويفرروا بشأن ملاءمتها على ضوء ظروفهم وأهدافهم المالية الخاصة. يخضع محتوى التقرير لحقوق الملكية الفكرية المحفوظة. كما يُمنع نسخ أو توزيع أو نقل هذا البحث وهذه المعلومات في الكويت أو في أي اختصاص قضائي آخر لأي شخص آخر أو إدراجها بأي شكل من الأشكال في أي مستند آخر أو مادة أخرى من دون الحصول على موافقتنا الخطية المسبقة.

قد يبرز في بعض الأحوال والظروف، تباين عن تلك التقديرات والتصنيفات الضمنية بسعر القيمة العادلة بالاستعانة بالمعايير أعلاه. كما تعتمد كامكو إنفست في سياستها على تحديث دراسة القيمة العادلة للشركات التي قامت بدراستها مسبقاً بحيث تعكس أي تغييرات جوهرية قد تؤثر في توقعات المحلل بشأن الشركة. من الممكن لتقلبات سعر السهم أن تتسبب في انتقال الأسهم إلى خارج نطاق التصنيف الضمني وفق هدف القيمة العادلة في كامكو إنفست. يمكن للمحللين أن لا يعمدوا بالضرورة إلى تغيير التصنيفات والتقديرات في حال وقوع حالة مماثلة إلا أنه يُتوقع منهم الكشف عن الأسباب الكامنة وراء وجهة نظرهم وآرائهم لعملاء كامكو إنفست.

تفضل كامكو إنفست صراحة كل بند أو شرط تقترحون إضافته على بيان إخلاء المسؤولية أو يتعارض مع البيان المذكور ولن يكون له أي مفعول. تستند المعلومات المتضمنة في هذا التقرير إلى التداولات الجارية والإحصاءات والمعلومات العامة الأخرى التي نعتقد بأنها موثوقة. إننا لا نعلن أو نضمن بأن هذه المعلومات صحيحة أو دقيقة أو تامة وبالتالي لا ينبغي التعويل عليها. لا تلزم كامكو إنفست بتحديث أو تغيير أو تعديل هذا التقرير أو بإبلاغ أي مسلم في حال طاول تغيير ما أي رأي أو توقع أو تقدير مبين فيه أو بات بالتالي غير دقيق. إن نشر هذا التقرير هو لأغراض إعلامية بحتة لا تمت بصلة لأي غرض استثماري أو تجاري. لا ينشأ عن المعلومات الواردة في التقارير المنشورة أي التزام قانوني و/أو اتفاقية ملزمة، بما في ذلك على سبيل المثال لا الحصر، أي التزام بتحديث معلومات مماثلة. إنكم تحملون مسؤولية إجراء أبحاثكم الخاصة وتحليل المعلومات المتضمنة أو المشار إليها في هذا التقرير وتقييم مميزات ومخاطر المتعلقة بالأوراق المالية موضوع التقرير أو أي مستند آخر. وعلاوة على ذلك، من الممكن أن تخضع بيانات/معلومات محددة للبند والشروط المنصوص عليها في اتفاقيات أخرى تشكل كامكو إنفست طرفاً فيها.

لا يجب تفسير أي عبارة واردة في هذا التقرير على أنه طلب أو عرض أو توصية بشراء أو التصرف في أي استثمار أو بالالتزام بأي معاملة أو بتقديم أي نصيحة أو خدمة استثمارية. إن هذا التقرير موجه إلى العملاء المحترفين وليس لعملاء البيع بالتجزئة ضمن مفهوم قواعد هيئة السوق المالية. لا ينبغي على الآخرين ممن يستلمون هذا التقرير التعويل عليه أو التصرف وفق مضمونه. يتوجب على كل كيان أو فرد يصبح بحوزته هذا التقرير أن يطلع على مضمونه ويحترم التقييدات الواردة فيه وأن يمتنع عن التعويل عليه أو التصرف وفق مضمونه حيث يُعد من غير القانوني تقديم عرض أو دعوة أو توصية لشخص ما من دون التقييد بأي ترخيص أو تسجيل أو متطلبات قانونية.

تخضع شركة كامكو إنفست للاستثمار (مركز دبي المالي العالمي) المحدودة المملوكة بالكامل لشركة كامكو إنفست للاستثمار ش.م.ك. "عامه" لسلطة دبي للخدمات المالية. ويجوز لشركة كامكو إنفست للاستثمار (مركز دبي المالي العالمي) أن تقوم بالأنشطة المالية التي تدرج ضمن نطاق رخصة سلطة دبي للخدمات المالية الحالية فقط. يمكن توزيع المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من قبل كامكو إنفست (مركز دبي المالي العالمي) نيابة عن شركة كامكو إنفست للاستثمار ش.م.ك. "عامه". تستهدف هذه الوثيقة العملاء المحترفين أو أطراف الأسواق فقط على النحو المحدد من جانب سلطة دبي للخدمات المالية، ولا يجوز لأي شخص آخر الاعتماد عليها.

### تحذيرات من المخاطر

تتخذ الأسعار أو التخمينات أو التوقعات صفة دلالية بحتة ولا تهدف بالتالي إلى توقع النتائج الفعلية بحيث قد تختلف بشكل ملحوظ عن الأسعار أو التخمينات أو التوقعات المبينة في هذا التقرير. قد ترتفع قيمة الاستثمار أو تنخفض، وقد تشهد قيمة الاستثمار كما الأيرادات المحقق منه تقلبات من يوم لآخر بنتيجة التغيرات التي تطاول الأسواق الاقتصادية ذات الصلة (بما في ذلك، على سبيل المثال لا الحصر، التغيرات الممكنة وغير الممكنة توقعها في أسعار الفائدة، وأسعار الصرف الأجنبية، وأسعار التأخير وأسعار النفع المسبق والظروف السياسية أو المالية، إلخ...).

لا يدل الأداء الماضي على النتائج المستقبلية. تعدّ كافة الآراء أو التقديرات أو التخمينات (أسعار الأسهم محل البحث والتقديرات بشكل خاص) غير دقيقة بالأساس وتخضع للرأي والتقدير. إنها عبارة عن آراء وليست حقائق تستند إلى توقعات وتقديرات راهنة وتعول على الاعتقادات والفرضيات. قد تختلف المحصّلات والعوائد الفعلية اختلافاً جوهرياً عن المحصّلات والعوائد المصرح عنها أو المتوقعة وليس هناك أي ضمانات للأداء المستقبلي. تنشأ عن صفقات معينة، بما فيها الصفقات المشتملة على السلع والخيارات والمشتقات الأخرى، مخاطر هامة لا تناسب بالتالي جميع المستثمرين. لا يعتزم هذا التقرير على رصد أو عرض كافة المخاطر (المباشرة أو غير المباشرة) التي ترتبط بالاستثمارات أو الاستراتيجيات المشار إليها في هذا التقرير.

### تضارب المصالح

تقدّم كامكو إنفست والشركات التابعة خدمات مصرفية استثمارية كاملة وقد يتخذ مدراء ومسؤولين وموظفين فيها، موافق تتعارض مع الآراء المبينة في هذا التقرير. يمكن لموظفي البيع وموظفي التداول وغيرهم من المختصين في كامكو إنفست تزويد عملائنا ومكاتب التداول بتعليقات شفوية أو خطية حول السوق أو باستراتيجيات للتداول تعكس آراء متعارضة مع الآراء المبينة صراحة في هذا التقرير. يمكن لإدارة الأصول ومكاتب التداول خاصتنا ولأعمالنا الاستثمارية اتخاذ قرارات استثمارية لا تتناغم والتوصيات أو الآراء المبينة صراحة في هذا التقرير. يجوز لكامكو إنفست أن تقيم أو تسعى لإقامة علاقات على مستوى خدمات الاستثمار المصرفية أو علاقات عمل أخرى تحصل في مقابلها على تعويض من الشركات موضوع هذا التقرير. لم تتم مراجعة الحقائق والآراء المبينة في هذا التقرير من قبل المختصين في مجالات عمل أخرى في كامكو إنفست، بما في ذلك طاقم الخدمات المصرفية الاستثمارية، ويمكن ألا تجسّد معلومات يكون هؤلاء المختصين على علم بها. يمتلك بنك الخليج المتحد- البحرين غالبية أسهم كامكو إنفست ويمكن أن ينشأ عن هذه الملكية أن أو تشيّد على تضارب مصالح.

### إخلاء المسؤولية القانونية و الضمانة

لا تقدّم كامكو إنفست إعلانات أو ضمانات صريحة أو ضمنية. وإننا، وفي الحدود الكاملة التي يسمح بها القانون المنطبق، نخلي بموجبه صراحةً مسؤوليتنا عن أي وكافة الإعلانات والضمانات الصريحة والضمنية، أيًا كان نوعها، بما في ذلك على سبيل المثال لا الحصر، كل ضمانات تتعلق بدقة المعلومات أو ملاءمتها للوقت أو ملاءمتها لغرض معين و/أو كل ضمانات تتعلق بعدم المخالفة. لا تقبل كامكو إنفست تحمّل أي مسؤولية قانونية في كافة الأحوال، بما في ذلك (على سبيل المثال لا الحصر) تعويلكم على المعلومات المتضمنة في هذا التقرير، وأي إغفال عن أي أضرار أو خسائر أيًا كان نوعها، بما في ذلك (على سبيل المثال لا الحصر) أضرار مباشرة، غير مباشرة، عرضية، خاصة أو تبيعية، أو مصاريف أو خسائر تنشأ عن أو ترتبط بالاستناد على هذا التقرير أو بعدم التمكّن من الاستناد عليه، أو ترتبط بأي خطأ أو إغفال أو عيب أو فيروس الحاسوب أو تعطل النظام، أو خسارة ربح أو شهرة أو سمعة، حتى وإن تمّ الإبلاغ صراحة عن احتمال التعرّض لخسائر أو أضرار مماثلة، بحيث تنشأ عن أو ترتبط بالاستناد على هذا التقرير. لا نستنتج واجباتنا أو مسؤولياتنا المنصوص عليها بموجب القوانين المطبقة والمُلزمة.

---

# KAMCO INVEST

---

شركة كامكو للاستثمار - ش.م.ك (عامّة)

برج الشهيد، شارع خالد بن الوليد، منطقة شرق

ص.ب 28873 الصفاة 13149 دولة الكويت

هاتف : 2233 6600 (965)+ فاكس: 2395 2249 (965)+

البريد الإلكتروني: [kamcoird@kamcoinvest.com](mailto:kamcoird@kamcoinvest.com)

الصفحة الإلكترونية : [www.kamcoinvest.com](http://www.kamcoinvest.com)

---

كامكو إنفست