

إدارة البحوث

فريق أبحاث الراجحي المالية

Tel +966 11 2119370, devassyp@alrajhi-capital.com

لمحة سريعة

أدخلت هيئة السوق المالية ، تغييرات قليلة على تعليماتها الخاصة بعملية بناء الأوامر وطريقة تخصيص الأسهم في الاكتتابات العامة الأولية.

تعليمات هيئة السوق المالية حول الاكتتابات الأولية: السماح بدخول المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة

أهم النقاط

أصدرت هيئة السوق المالية ، تعليمات جديدة بشأن عملية بناء الأوامر وطرق تخصيص الأسهم في الاكتتابات العامة الأولية . وسوف تسري هذه التعليمات ابتداء من الأول من يناير 2017 ، على أنه يجوز تطبيقها قبل ذلك التاريخ بناء على موافقة المصدر. وتشمل أهم مؤشرات هذه التعليمات ، السماح بعرض أسعار خارج النطاق السعري المقترح ، وزيادة النطاق الكلي لأسعار الشراء لمدراء الصناديق، والسماح بمشاركة المستثمرين المألين المؤهلين خلال مرحلة بناء الأوامر، واتاحة فترة أطول لعملية بناء الأوامر. وقد اقتضت مشاركة الصناديق أيضا بعدد مالكي الوحدات نظرا لأن سعر الشراء عند مرحلة بناء الطلبات ، يجب ألا يتجاوز مبلغ مليون ريال لكل مالك وحدة. إجمالا ، فإننا نعتقد أن هذا الإطار الكلي للعملية، يوفر مزيدا من الوضوح لها كما يسمح بتحديد السعر بطريقة أكثر تنافسية. من جانب آخر ، فإن تحرير النطاق السعري ، من المحتمل أن يحد من ارتفاعات أسعار الأسهم التي عادة ما تحدث عقب ادراج السهم في السوق ، والتي أدت الى تحقيق رغبة كبيرة في الاكتتابات العامة الأولية في الماضي ، كما أدت أيضا الى اطلاق عدد كبير من صناديق الاكتتابات العامة الأولية. وفي ما يلي نورد تلخيصا لأهم ملامح التعليمات المذكورة :

النطاق السعري والفترة: سوف يسمح للمشاركين في بناء سجل الأوامر بعرض أسعار خارج النطاق السعري (لا تتجاوز 20% من الحد الأدنى للسعر) المقترح من المستشار المالي حتى 20% من الحد الأدنى أو الأعلى للأسعار في النطاق المحدد. وفي السابق ، كان يمكن للمشاركين فقط بعرض أسعار في حدود النطاق السعري المحدد. وقد تم أيضا تمديد فترة بناء الأوامر الى أربعة عشر (14) يوما ، مقارنة بفترة تصل الى سبعة (7) أيام ، سابقا. علاوة على ذلك، فإنه يجوز للمستشار المالي تقديم تفاصيل حول المصدر ، الى الأشخاص المرخص لهم مرفقا بها ترخيص بتقديم الاستشارة حتى يشئني لهم نشر تقارير بحثية حول الاصدارات قبل أو خلال فترة بناء الأوامر. إننا نعتقد أن فترة بناء الأوامر الأطول ، والنص الخاص بالعرض على الأشخاص المرخص لهم الاخرين لنشر تقارير بحثية ، سوف يعزز عملية معرفة الأسعار ، نظرا لأن المستثمرين سوف يحصلون على مزيد من الوقت لتقييم المصدرين ، وهو أمر كان مقيدا في السابق بفترة بناء الأوامر القصيرة.

المستثمرون المألينون المؤهلون – مزيد من الحوافز الان: وفقا للتعليمات الجديدة ، سوف يسمح للمستثمرين المألين المؤهلين ، بالمشاركة في عملية بناء الأوامر. ومن شأن ذلك أن يشجع مشاركة المستثمرين الأجانب في الاكتتابات الأولية ، متى ما سمح لهم بذلك. ومن الأمور الجديدة بالاهتمام ، أن التعليمات لم تذكر شيئا حول مشاركة كيانات دول مجلس التعاون الخليجي نظرا لأن القواعد الخاصة بالمستثمرين المألين المؤهلين لا تشمل مواطني دول مجلس التعاون الخليجي. وعموما ، فإننا نعتقد أن هذا سوف يشجع المؤسسات الأجنبية الموجودة حاليا ، بسلوك طريق المستثمرين المألين المؤهلين ، بدلا من الاستمرار عن طريق عقود المبادلة Swaps ، كما تعني أيضا مزيدا من الحوافز للمشاركين من المؤسسات الأجنبية.

طريقة تخصيص الأسهم: سوف يتم تخصيص الأسهم لصناديق الاستثمار العامة والكيانات المشاركة الأخرى ، بصورة متسلسلة ، بناء على سعر بناء الأوامر. ويعني ذلك ، أنه حتى يصل التخصيص حد تخصيص الأسهم المحدد للصناديق أو الكيانات الأخرى ، فإن مقدم عرض الشراء الذي يعرض أعلى سعر شراء ، سوف يخصص له كامل مبلغ العرض ، حتى يتم تخصيص الطرح بكامله. وفي حالة مقدمي عروض الأسعار الذين لديهم عروض أسعار متساوية ، فإن تخصيص الأسهم سوف يتم على أساس طريقة التوزيع بالتناسب. ونظرا لأن المشاركين قد سمح لهم بتقديم عروض أسعار خارج النطاق السعري، فإن آلية تخصيص الأسهم ، سوف تضمن مستويات أعلى من التخصيص للمشاركين الذين لديهم الاستعداد لعرض أسعار أعلى. وسوف يبدأ المصدر أيضا في تعظيم عوائده إذ أننا نجد من ناحية فعلية ، أن نطاق عرض الأسعار سيكون 80% من الحد الأدنى الممكن من سعر عرض الشراء (أقل بنسبة 20% من الحد الأدنى من سعر النطاق المسموح به).

تغيير النطاق السعري: لقد عرضنا أدناه حالة افتراضية لتوضيح نطاقات الأسعار أكثر. فإذا تم تحديد السعر الأدنى للطرح لإصدار معين بمبلغ 100 ريال للسهم ، فسوف يكون نطاق السعر الأولي 100- 120 ريال للسهم. وعند مرحلة بناء الأوامر ، فيمكن للمشاركين عرض أسعار شراء تتراوح بين 80 الى 144 ريال للسهم (20% مسموح بها من الحد الأدنى والحد الأعلى لأسعار النطاق السعري) ويعتمد ذلك على تقييمهم للمصدر. وإذا تمت تغطية الاكتتاب بكامله عند السعر الأعلى للنطاق (120 ريال في هذه الحالة) أو عند سعر أعلى في حدود نطاق سعر الشراء ، أو إذا لم تتم تغطية الاصدار بكامله ، فسوف يكون للاستشاري المالي للإصدار ، خيار تغيير النطاق السعري حتى مستوى يبلغ حده الأقصى 20% من الحد الأقصى لسعر الشراء المسموح به ، وهو 144 ريال في هذه الحالة. وعليه ، فإن السعر الأقصى في النطاق السعري الجديد ، يمكن أن يرتفع ليصل حتى الى 172.8 ريال للسهم ، مما يشير الى سعر يزيد عن الضعف (116%) ، مقارنة بالحد الأدنى من سعر الشراء المسموح به (80 ريال في هذه الحالة). بيد أن المشاركين سوف لن يسمح لهم بعرض أسعار تتجاوز حد السعر (172.8 ريال في هذه الحالة) ، خلال فترة التمديد ، والتي يجب ألا تتجاوز 5 أيام من الفترة الابتدائية. هذا ، ولم تحدد التعليمات أي سقف في حالة

ايضاح : تم اعداد هذا الايضاح لإعطاء لمحة عامة عن التعليمات الجديدة بناء على فهمنا الأولي لها. ونأمل أن يطلع القراء على التعليمات الأصلية التي نشرتها هيئة السوق المالية ، وذلك للحصول على مزيد من التفاصيل أو في حالة حدوث أي تشوش ينشأ نتيجة لفهمنا / تفسيراتنا للموضوع.



إذا ما استدعى الأمر تعديل النطاق السعري بخفضه ، إذا لم يتم تغطية الإصدار بالكامل خلال الفترة الابتدائية للاكتتاب.

التعديل المحتمل في النطاق السعري	أسعار الشراء المسموح بها (الجانب الأعلى)	نطاق السعر الأولي		أسعار الشراء المسموح بها (الجانب الأدنى)
172.8	144	120	100	80
الحد الأعلى الجديد	الحد الأعلى	الأقصى	الأدنى	الحد الأدنى
20% من الحد الأعلى	20% من الحد الأقصى	السعر الأعلى عند نسبة 20% من الحد الأدنى		20% من الحد الأدنى

مزيد من الشفافية للصناديق الاستثمارية: توفر التعليمات الجديدة ، مزيداً من الوضوح والشفافية حول عملية بناء الأوامر التي تقوم بها الصناديق الاستثمارية ، كما أنها تهدف إلى إيجاد مزيد من المساواة لمدراء الصناديق. وفي الوقت الراهن ، تعمل الصناديق وفقاً لأحكام أنظمة صناديق الاستثمار ، التي لا تشمل على حدود عروض طلبات مفصلة كما تم توفيرها حالياً في التعليمات الجديدة. إن زيادة الحدود الكلية لطلبات الأوامر من 10% إلى 25% من إجمالي قيمة الاكتتاب ، سوف يكون مفيداً لمدراء الصناديق الذين لديهم أصول مدارة كبيرة في صناديق الأسهم ، نظراً لأنهم مقيدون بسقف الـ 10% الذي تم منحه سابقاً لطروحات الاكتتاب المنخفضة.

وبالمثل ، لم يكن هناك وضوح كثير حول أسعار الشراء التي يمكن أن تأتي بها الصناديق الفردية في السابق ، نظراً لأن أنظمة الصناديق الاستثمارية ، كانت تتعامل أساساً مع حدود الاستثمار. وحسب التعليمات الجديدة ، فإنه لا يسمح للصناديق الفردية بطلب أوامر تزيد قيمتها عن 10% من إجمالي قيمة الاكتتاب و 20% من قيمة صافي أصولها. وسوف يؤكد ذلك أن الصناديق القائمة على مواضيع استثمارية معينة ، مثل صناديق الاكتتابات الأولية ، يمكن أن تطلب مبالغ أعلى مقارنة بالصناديق التي تستثمر في السوق بقطاعاته المختلفة، على أن تفي بموجهات إرشادية أخرى. من جانب آخر ، فإن تحرير النطاق السعري ، سوف يكون بمثابة حافز لصناديق الاستثمار في الاكتتابات الأولية لطلب أوامر بصورة كبيرة على أساس الأسعار ، غير أن القيود المفروضة على أسعار الشراء ، سوف تحد من عروض الشراء الكبيرة من قبل مدراء الصناديق عن طريق خفض الاستثمار لدى مصدر واحد.

معايير أسعار الشراء الجديدة لصناديق الاستثمار – عدد مالكي الوحدات: سوف تكون أحجام عروض أسعار الشراء لصناديق الاستثمار ، محددة بعدد مالكي الوحدات. وفقاً للتعليمات الجديدة ، فإن مبلغ عرض الشراء من أي صندوق استثماري ، يجب ألا يتجاوز مليون ريال لكل مالك وحدة. ومن المحتمل أن يصب هذا الموضوع في مصلحة صناديق الاستثمار التي لديها قاعدة مستثمرين كبيرة ، كما سوف يشجع الأشخاص المرخص لهم على توسعة قواعدهم مستثمريهم. ومن وجهة نظرنا ، سوف يكون ذلك عائقاً للأشخاص المرخص لهم الذين أطلقوا صناديق استثمارية (على نحو أكثر تحديداً ، صناديق الاستثمار في الاكتتابات العامة الأولية) في السنوات الأخيرة وكانت لها قواعد مستثمرين مركزة.



الإخلاء من المسؤولية والإفصاح عن معلومات إضافية لأغراض أبحاث الأسهم

خلاء من المسؤولية

أعدت وثيقة البحث هذه من قبل شركة الراجحي المالية "الراجحي المالية"، الرياض، المملكة العربية السعودية للاستخدام العام من عملاء شركة الراجحي المالية ولا يجوز إعادة توزيعها أو إعادة إرسالها أو الإفصاح عنها، كلياً أو جزئياً، أو بأي شكل أو طريقة، دون موافقة كتابية صريحة من شركة الراجحي المالية. إن استلام هذه الوثيقة والإطلاع عليها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح للأخريين عما تتضمنه من محتويات وأراء، واستنتاجات أو معلومات قبل نشر تلك المعلومات للعموم من جانب شركة الراجحي المالية. وقد تم الحصول على المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من مصادر عامة مختلفة يعتقد أنها معلومات موثوقة لكننا لا نضمن دقتها. وشركة الراجحي المالية لا تقدم أية إقرارات أو ضمانات (صريحة أو ضمنية) بشأن البيانات والمعلومات المقدمة كما أنها لا تقر بأن المعلومات التي تتضمنها هذه الوثيقة هي معلومات كاملة أو خالية من أي خطأ أو غير مضملة أو أنها تصلح لأي عرض محدد. فوثيقة البحث هذه إنما تقدم معلومات عامة فقط. كما أنه لا المعلومات ولا أي رأي وارد في هذه الوثيقة يشكل عرضاً أو دعوة لتقديم عرض لشراء أو بيع أي أوراق مالية أو غيرها من المنتجات الاستثمارية ذات الصلة بتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات. وليس الغرض من هذه الوثيقة تقديم مشورة شخصية في مجال الاستثمار كما أنها لا تأخذ في الاعتبار الأهداف الاستثمارية أو الوضع المالي أو الاحتياجات المحددة لأي شخص معين قد يستلم هذه الوثيقة.

ينبغي للمستثمرين السعي للحصول على المشورة المالية أو القانونية أو الضريبية بشأن مدى ملاءمة الاستثمار في أي أوراق مالية، أو استثمار آخر أو أية استراتيجيات استثمار جرت مناقشتها أو التوصية بها في هذه الوثيقة، وينبغي للمستثمرين تفهم أن البيانات المتعلقة بالتوقعات المستقبلية الواردة في هذه الوثيقة قد لا تتحقق. كذلك ينبغي للمستثمرين ملاحظة أن الدخل من أوراق مالية من هذا النوع أو غيرها من الاستثمارات، إن وجد، قد يتعرض للتقلبات وبأن سعر أو قيمة تلك الأوراق المالية والاستثمارات يكون عرضة للارتفاع أو الانخفاض. كما أن التقلبات في أسعار الصرف قد يكون لها آثار سلبية على قيمة أو ثمن، أو الدخل المتأتي من استثمارات معينة. وبناء عليه، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على عائد يكون أقل من مبلغ رأسمالهم المستثمر أساساً. ويجوز أن يكون لشركة الراجحي المالية أو المسولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محلي البحوث) مملوكة مالية في الأوراق المالية للجهة أو الجهات المصدرة لتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات ذات العلاقة، بما في ذلك المراكز طويلة أو قصيرة الأجل في الأوراق المالية، وخيارات شراء الأسهم أو العقود الآجلة أو الخيارات الأخرى أو المشتقات، أو غيرها من الأدوات المالية. كما يجوز لشركة الراجحي المالية أو الشركات التابعة لها أن تقوم من وقت لآخر بإداء الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الخدمات أو السعي لتأمين الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الأعمال من أي شركة من الشركات المذكورة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. وشركة الراجحي المالية، بما في ذلك الشركات التابعة لها وموظفيها، لا تكون مسئولة عن أي أضرار مباشرة أو غير مباشرة أو أي خسارة أو أضرار أخرى قد تنشأ، بصورة مباشرة أو غير مباشرة، من أي استخدام للمعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث.

تخضع هذه الوثيقة من وثائق البحث وأية توصيات واردة فيها للتغيير دون إشعار مسبق. وشركة الراجحي المالية لا تتحمل أي مسؤولية عن تحديث المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. ولا يجوز تغيير أو استنساخ أو إرسال أو توزيع هذه الوثيقة من وثائق البحث كلياً أو جزئياً بأي شكل أو بأي وسيلة. كما يراعى أن هذه الوثيقة من وثائق البحث ليست موجهة إلى أو معدة للتوزيع أو لاستخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطناً أو مقيماً في أي مكان أو دولة أو بلد أو أية ولاية قضائية أخرى، حيثما يكون مثل هذا التوزيع أو النشر أو توافر أو استخدام هذه الوثيقة مخالفاً للقانون أو يتطلب من شركة الراجحي المالية أو أي من فروعها القيام بأي تسجيل أو استيفاء أي شرط من شروط الترخيص ضمن ذلك البلد أو تلك الولاية القضائية.

الإفصاح عن معلومات إضافية:

1. شرح نظام التصنيف في شركة الراجحي المالية

تستخدم شركة الراجحي المالية نظام تصنيف مكون من ثلاث طبقات على أساس الاتجاه الصعودي المطلق أو الانخفاض المحتمل لجميع الأسهم في إطار تغطيتها باستثناء أسهم الشركات المالية وعدد قليل من الشركات الأخرى غير الملتزمة بأحكام الشريعة الإسلامية:

"زيادة المراكز" Overweight: سعرنا المستهدف يزيد على 10٪ فوق السعر الحالي للسهم، وتوقع أن يصل سعر السهم للمستوى المستهدف خلال أفق زمني بحدود 9-6 شهور.

"المحافظة على المراكز" Neutral: نتوقع أن يستقر سعر السهم عند مستوى يتراوح بين 10٪ دون سعر السهم الحالي و 10٪ فوق سعر السهم الحالي خلال فترة 9-6 شهور.

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

2. تعريفات:

"الأفق الزمني" Time horizon: يوصى محللون باعتماد أفق زمني يتراوح بحدود 9-6 شهوراً، وبعبارة أخرى، فهم يتوقعون أن يصل سعر السهم معين إلى المستوى المستهدف خلال تلك الفترة.

"القيمة العادلة" Fair value: نحن نقدر القيمة العادلة لكل سهم من الأسهم التي نقوم بتغطيتها. وهذا يتم في العادة باتباع أساليب مقبولة على نطاق واسع ومناسبة للسهم أو القطاع المعني، مثال ذلك، الأسلوب الذي يستند إلى تحليل التكتلات النقدية المخصومة DCF أو تحليل مجموع الأجزاء SoTP.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطابقاً للقيمة العادلة المقدرة للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة مماثلاً لهذا السعر. وقد تكون هناك أسباب تبرر بشكل جيد عدم احتمال أن يصل سعر سهم من الأسهم إلى القيمة العادلة المحددة ضمن أفقنا الزمني. وفي مثل هذه الحالة، نقوم بتحديد سعر مستهدف يختلف عن القيمة العادلة المقدرة لتلك السهم، ونشرح الأسباب التي دفعتنا للقيام بذلك.

يرجى ملاحظة أن تحقيق أي سعر مستهدف يخضع لأوضاع السوق بوجه عام والاتجاهات الاقتصادية وغيرها من العوامل الخارجية، أو إذا كانت الأرباح أو الأداء التشغيلي للشركة المعنية يتجاوز أو دون مستوى توقعاتنا.

للاتصال

جينيث غوبي
مدير إدارة البحوث
هاتف: +966 1 2119332
gopij@alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية
إدارة البحوث
طريق الملك فهد، المكتب الرئيسي
ص ب 5561 الرياض 11432
المملكة العربية السعودية
بريد الكتروني:

research@alrajhi-capital.com
www.alrajhi-capital.com

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