

## قطاع التطوير العقاري - شركة دار الأركان للتطوير العقاري تحديث النظرة الاستثمارية | مارس ٢٠١٣

### زيادة المراكز

زيادة المراكز  
١٠,٧ ريال سعودي  
١٢,١ ريال سعودي  
٨,٢٥ ر.س. (كما في ٩ مارس ٢٠١٣)  
٢٩,٧%

### تحديث التقييم

التقييم السابق  
تحديث السعر المستهدف خلال ١٢ شهراً القادمة  
السعر المستهدف السابق خلال ١٢ شهراً  
سعر السوق الحالي (ريال سعودي)  
التغير

### التغير في السعر

المطلق	قبل ٣ شهور	قبل ٩ شهور	قبل ١٢ شهر
١,٨٨	١٨,٠٩-	١٨,٥٠-	١٣,٠٥-
النسبي (مقارنة مع تاسي)	١,٤٠-	٢٠,٧٩-	١٣,٠٥-

المصدر: تاسي، زاوية

### أهم محفزات النمو للعام ٢٠١٣

- نتوقع أن تقوم الشركة ببيع ٧ مليون متر مربع من الأراضي بسعر ٥٠٧ ريال سعودي للمتر المربع.
- يوفر قانون الرهن العقاري سيولة عالية في السوق السعودي، الأمر الذي سيؤدي إلى زيادة الطلب على الوحدات السكنية، والذي بدوره، بحسب اعتقادنا، سيؤثر على أسعار الأراضي. وعلى أي حال، فإننا نعتقد أن معايير الموافقة على الرهن العقاري لا تزال تعتمد على مستوى الدخل الشخصي، مما سيؤثر على قدرة شركة دار الأركان في الاستفادة من قانون الرهن العقاري بشكل واسع.

### أهم عوامل المخاطرة للعام ٢٠١٣

- أي تأخير آخر في تطبيق قانون الرهن العقاري.
- هبوط أسعار العقارات.

### التوقعات

نستمر في تقييمنا لسهم شركة دار الأركان على أساس "زيادة المراكز" وبسعر مستهدف محدث للثاني عشر شهراً القادمة يصل إلى ١٠,٧ ريال سعودي، بانخفاض نسبيته ١٢٪ منذ آخر تقرير في ٢٥ ديسمبر ٢٠١٢. يجب التنويه إلى أن هذا الانخفاض يعود إلى (١) تغير معامل بيتا ليصل إلى ١,٨ (على أساس البيانات الأسبوعية لمدة عامين)، (٢) لا يوجد أي توقعات ببيع الوحدات السكنية للشركة خلال عام ٢٠١٣، حيث اشارت الشركة إلى أنها ستبدأ بإيراداتها السكنية خلال النصف الثاني ٢٠١٤. نحن نعتقد أن مبيعات الشركة من الأراضي تشكل مصدراً رئيسياً لإيراداتها، كما نعتقد أن دار الأركان تعمل على تغيير أهدافها الاستراتيجية تدريجياً نحو (١) زيادة الاعتماد على أسلوب تمويل المشاريع (من خلال ادخال شركاء استراتيجيين) والتقليل من الاعتماد على التمويل المصرفي وادصدار الصكوك، (٢) التوجه نحو توسيع قاعدة عملائها لتشمل قطاع المؤسسات إضافة إلى الأفراد، (٣) تنوع المحفظة التجارية وزيادة إيرادات التأجير، (٤) تجنب المشاريع الإسكانية الضخمة خلال العامين القادمين.

### اعتبارات استثمارية

يشير السعر المستهدف للسهم المحدث للثاني عشر شهراً إلى أن هناك فرصة لارتفاع سعر السهم بنسبة ٢٩,٧٪ عن مستوى السعر الحالي للسهم البالغ ٨,٢٥ ر.س. (كما في تاريخ ٩ مارس ٢٠١٣).

### أهم التحديثات

- من جهة مدخلات تقييم الشركة، فقد قمنا بتحديث ما يلي (١) معدل العائد المطلوب على الاستثمار ليصل إلى ١٣,١٤٦٪ مع تثبيت معدل العائد الخالي من المخاطر كما هو عند معدل ٢,٧٪ (٢) هيكل رأس مال الشركة والتدفقات النقدية كما هو للعام ٢٠١٢ دون تغيير، (٣) معامل بيتا ١,٨ مرة على أساس البيانات الأسبوعية لمدة عامين.
- حققت الشركة أرباحاً صافية لعام ٢٠١٢، بلغت ٩٨٩ مليون ريال سعودي مقارنة بنتائج عام ٢٠١١ البالغة ١,٠٨٨ مليون ريال سعودي، بما يشير إلى انخفاض سنوي للأرباح الصافية بنسبة ٩٪، هذا على الرغم من الزيادة السنوية للمبيعات بنسبة ٧٪. ويعزى هذا الانخفاض إلى ضعف أداء الشركة في الربع الرابع ٢٠١٢، حيث قامت الشركة خلال هذا الربع ببيع أرض بهامش ربحي قليل. بالرغم من زيادة مبيعات الشركة في الربع الرابع ٢٠١٢ بنسبة ٢٠٪ عن مبيعات الربع الثالث ٢٠١٢، إلا أن الأرباح الصافية للشركة أظهرت انخفاضاً ربع سنوي بنسبة ٣٤,٧٪.
- بالمضي قدماً، فإننا نتوقع زيادة مبيعات الشركة بمعدل نمو سنوي متراكم يصل إلى ١٥٪، كما نتوقع ارتفاع الأرباح الصافية بمعدل نمو سنوي متراكم يبلغ ١٥٪، وذلك على إثر تحسن أسعار البيع وزيادة مبيعات الوحدات السكنية.

### أهم البيانات المالية

المبالغ بالميون ريال سعودي (مام ينكر خلاف ذلك)	٢٠١١	٢٠١٢	متوقع ٢٠١٣	متوقع ٢٠١٤	متوقع ٢٠١٥	متوقع ٢٠١٦
قائمة الدخل						
المبيعات	٣,٣١٣	٣,٥٥٧	٣,٨٧٢	٥,٢١٩	٦,٢٠٦	٧,٣٠١
النمو السنوي %	٢٠,٠-	٧,٤	٨,٨	٣٤,٨	١٨,٩	١٧,٦
تكاليف المبيعات	(١,٩٤٣)	(٢,١٦٣)	(٢,٣٧٤)	(٣,٤٦٥)	(٤,٢٠٠)	(٤,٨٧٨)
احتمالي الربح	١,٣٦٩	١,٣٩٤	١,٤٩٨	١,٧٥٥	٢,٠٠٦	٢,٤٢٣
النمو السنوي %	٢٢,٤-	١,٨	٧,٥	١٧,١	١٤,٣	٢٠,٨
مصاريف ادارية وعمومية	(٩١)	(١٥٤)	(١٦٨)	(٢٢٦)	(٢٦٨)	(٣١٦)
الاستهلاكات	(٢٨)	(٥٥)	(٤٤)	(٤٥)	(٤٤)	(٥٠)
الربح التشغيلي	١,٢٥٠	١,١٨٤	١,٢٧٦	١,٤٧٤	١,٦٨٤	٢,٠٥٠
النمو السنوي %	٢٢,٧-	٥,٣-	٧,٧	١٥,٥	١٤,٢	٢١,٧
مصاريف بنكية / تمويل	(٢١٢)	(٢٦٣)	(٢٤٥)	(٢٠١)	(٢٠٤)	(٢٠٧)
أرباح / مصاريف أخرى	٩٩	٩٣	١٠١	١٣٦	١٦٢	١٩٠
الربح قبل الزكاة وحقوق الأقلية	١,١٢٧	١,٠١٤	١,١٣٢	١,٤٠٩	١,٦٤١	٢,٠٣٣
الزكاة	(٤٩)	(٢٥)	(٢٩)	(٣٦)	(٤١)	(٥١)
الأرباح الصافية	١,٠٨٨	٩٨٩	١,١٠٤	١,٣٧٣	١,٦٠٩	١,٩٨٩
النمو السنوي %	٢٥,٣-	٩,١-	١٢,٧	٢٤,٢	١٦,٣	٢٣,٦
النسب المالية						
نسب السيولة	٠,٧	١,٣	٢,٦	٢,٦	٣,٢	٤,٣
النسبة الحالية (x)	٠,٧	١,٢	١,١	١,٦	٢,٣	٣,٢
نسبة النقد الى المطلوبات المتداولة (x)						
نسب الربحية						
الهامش الاجمالي	٤١,٣	٢٩,٢	٢٨,٧	٢٣,٦	٢٢,٣	٢٣,٢
الهامش التشغيلي	٣٧,٧	٣٣,٢	٣٣,٠	٢٨,٢	٢٧,١	٢٨,١
هامش الربح الصافي	٣٢,٨	٢٧,٨	٢٨,٨	٢٦,٥	٢٥,٩	٢٧,٢
هامش EBITDA	٤١,٣	٣٩,٢	٣٨,٧	٣٣,٦	٣٢,٣	٣٣,٢
العائد على متوسط الأصول	٥,٣	٥,١	٥,٧	٦,١	٧,٤	٨,٦
العائد على متوسط حقوق الملكية	٧,٢	٦,٢	٦,٧	٨,٠	٩,٠	١٠,٥
معدلات التغطية						
تغطية القروض (x)	٠,٤٧	٠,٢٧	٠,٢٥	٠,١٩	٠,١٨	٠,١٨
تغطية الفوائد (x)	٥,٨٩	٤,٥٠	٥,٢١	٧,٣٢	٨,٢٤	٩,٨٨
نسب السوق والتقييم						
مكرر المبيعات EV / (x)	٤,٠٨	٣,٨٠	٣,٤٩	٢,٥٩	٢,١٨	١,٨٥
مكرر EV / EBITDA (x)	١٠,٥٦	١٠,٨٩	١٠,٢٣	٨,٨٩	٧,٨١	٦,٤٣
ربح السهم (ريال سعودي)	١,٠١	٠,٩٢	١,٠٣	١,٢٨	١,٤٩	١,٨٤
القيمة الدفترية للسهم (ريال سعودي)	١٤,٤٣	١٥,١٠	١٥,٦٢	١٦,٢٦	١٧,٠٠	١٧,٩٢
سعر السوق (ريال سعودي) *	٨,٢٥	٨,٢٥	٨,٢٥	٨,٢٥	٨,٢٥	٨,٢٥
الرسالة السوقية (مليون ريال سعودي)	٧,٨٣٠,٠	٨,٩١٠,٠	٨,٩١٠,٠	٨,٩١٠,٠	٨,٩١٠,٠	٨,٩١٠,٠
نسبة الربح الموزع للسعر D/Y	٧,٠٠	٦,٠٠	٦,١	٦,١	٦,١	٦,١
مكرر الربحية (x)	٢,٠٠	٩,٠١	٨,٠٠	٦,٤٤	٥,٥٤	٤,٤٨
مكرر القيمة الدفترية (x)	٠,٥٠	٠,٥٥	٠,٥٣	٠,٥١	٠,٤٩	٠,٤٦

المصدر: الجزيرة كابيتال، \* أخذنا أسعار إغلاق ديسمبر ٢٠١٢ للعام ٢٠١٢، بينما للسنوات ٢٠١٢ والسنوات اللاحقة أخذنا أسعار الإغلاق بتاريخ ٩ مارس ٢٠١٣، كما استعملنا القوائم المالية غير المدققة للشركة للربع الرابع ٢٠١٢.

مساعد المدير العام - الأبحاث

عبدالله علاوي

+٩٦٦ ٢ ٦٦١٨٢٧٥

a.alawi@aljziracapital.com.sa

محلل أول

طلحة نزر

+٩٦٦ ٢ ٦٦١٨١٠٢

t.nazar@aljziracapital.com.sa

محلل أول

سيد تيمور أختر

+٩٦٦ ٢ ٦٦١٨٢٧١

s.akhtar@aljziracapital.com.sa

محلل

صالح القعيطي

+٩٦٦ ٢ ٦٦١٨٢٥٣

s.alquati@aljziracapital.com.sa

محلل

جاسم الجبران

+٩٦٦ ٢ ٦٦١٨١٠٢

j.aljabran@aljziracapital.com.sa

مدير عام ادارة الوساطة

علاء اليوسف

+٩٦٦ ١ ٢٢٥٦٠٠٠

a.yousef@aljziracapital.com.sa

مدير المنطقة الغربية والجنوبية

عبدالله المصباحي

+٩٦٦ ٢ ٦٦١٨٤٠٤

a.almisbahi@aljziracapital.com.sa

المدير العام المساعد-

رئيس الوساطة الدولية والمؤسساتية

لؤي جواد المطوع

+٩٦٦ ١ ٢٢٥٦١٢٧٧

lalmutawa@aljziracapital.com.sa

مدير المنطقة الشرقية ومنطقة القصيم

عبدالله الرهيط

+٩٦٦ ١ ٣٦١٧٥٤٧

aalrahit@aljziracapital.com.sa

تعد شركة الجزيرة للأسواق المالية (الجزيرة كابيتال) الذراع الاستثماري لبنك الجزيرة، وهي شركة سعودية مساهمة مغلقة متخصصة في أعمال الأوراق المالية، ملتزمة بأحكام الشريعة الإسلامية في جميع تعاملاتها. تعمل الجزيرة كابيتال تحت إشراف هيئة سوق المال السعودية. لقد تم ترخيص الشركة من قبل هيئة سوق المال لتقديم خدمات التعامل في أعمال الأوراق المالية بصفة أصيل و وكيل والتعهد بالتغطية وخدمات الإدارة والحفظ والترتيب وتقديم المشورة. إن الجزيرة كابيتال استمرارية لفصة نجاح طويلة في سوق الأسهم السعودية حافظت خلالها لسنوات عدة على الريادة والتي نطمح بمواصلتها عن طريق التطوير المستمر لخدماتنا، ومن خلال فتح آفاق تداول جديدة لعملائنا الكرام للوصول لأسواق الأوراق المالية الإقليمية والعالمية.

١. زيادة المراكز: يعني أن السهم يتم تداوله حالياً بسعر أقل من السعر المستهدف له لمدة ١٢ شهراً. والأسهم المصنفة "زيادة المراكز" يتوقع أن يرتفع سعرها بأكثر من ١٠٪ عن مستويات الأسعار الحالية خلال الأشهر الأثني عشر المقبلة.
٢. تخفيض المراكز: يعني أن السهم يتم تداوله حالياً بسعر أعلى من السعر المستهدف له لمدة ١٢ شهراً. والأسهم المصنفة "تخفيض المراكز" يتوقع أن ينخفض سعرها بأكثر من ١٠٪ عن مستويات الأسعار الحالية خلال الأشهر الأثني عشر المقبلة.
٣. محايد: يعني أن السهم يتم تداوله في نطاق قريب من السعر المستهدف له لمدة ١٢ شهراً. والسهم المصنّف "محايد" يمكن أن يتراوح سعره زائد أو ناقص ١٠٪ عن مستويات الأسعار الحالية خلال الأشهر الأثني عشر المقبلة.
٤. التوقف عن التغطية (SR/RH): يعني أن التصنيف معلق بانتظار مزيد من التحليل بسبب وجود تغيير جوهري في أداء الشركة التشغيلي/المالي، أو تغير ظروف السوق أو أية أسباب أخرى خاصة بشركة الجزيرة للأسواق المالية.

## إفصاحات وإقرارات وإخلاء المسؤولية

إن الغاية من إعداد هذا التقرير هي تقديم صورة عامة عن الشركة أو القطاع الاقتصادي أو الموضوع الاقتصادي محل البحث، وليس الهدف تقديم توصية ببيع أو شراء أو الاحتفاظ بأية أوراق مالية أو أصول أخرى. بناءً على ما سبق، لا يأخذ هذا التقرير بعين الاعتبار الظروف المالية الخاصة بكل مستثمر ومدى قابليته/ رغبته بتحمل المخاطر المتعلقة بالاستثمار في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى، وبالتالي قد لا يكون مناسباً لجميع العملاء باختلاف أوضاعهم المالية وقدرتهم ورغبتهم في تحمل المخاطر. يفضل عموماً أن يقوم المستثمر بأخذ المشورة من عدة جهات ومصادر متعددة عندما يتعلق الأمر بالقرارات الاستثمارية وأن يدرك تأثير هذه القرارات على وضعه المالي والقانوني والضريبي وغيره قبل الدخول بهذه الاستثمارات أو تصفيتها جزئياً أو كلياً. إن أسواق الأسهم والسندات والمشتريات الاقتصادية الجزئية والكلية ذات طبيعة متغيرة وقد تشهد تقلبات مفاجئة بدون سابق إنذار، لذلك قد يتعرض المستثمر في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى مخاطر وتقلبات غير متوقعة. جميع المعلومات والآراء والتوقعات والقيم العادلة أو الأسعار المستهدفة الواردة في التقرير مستقاة من مصادر تعتقد شركة الجزيرة للأسواق المالية بأنها موثوقة، لكن لم تقم شركة الجزيرة للأسواق المالية بتنفيذ هذه المعلومات بشكل مستقل، لذلك قد يحدث أن تكون هذه المعلومات مختصرة وغير كاملة، وبناءً عليه تعتبر شركة الجزيرة للأسواق المالية غير مسؤولة عن مدى دقة أو صحة المعلومات والتوقعات المبينة عليها الواردة في التقرير ولا تتحمل أية مسؤولية عن أية خسارة مادية أو معنوية قد تحدث بسبب استخدام هذا التقرير أو أجزاء منه. لا تقدم شركة الجزيرة للأسواق المالية أية ضمانات بخصوص التوقعات أو الأسعار العادلة أو الأسعار المستهدفة أو الأرقام الواردة بالتقرير وجميع التوقعات والبيانات والأرقام والقيم العادلة والأسعار المستهدفة قابلة للتغيير أو التعديل بدون إشعار مسبق. الأداء السابق لأي استثمار لا يعتبر مؤشراً للأداء المستقبلي. تقديرات السعر العادل أو السعر المستهدف والتوقعات والتصريحات بخصوص الأفاق المستقبلية الواردة بالتقرير قد لا تحصل فعلياً. قد ترتفع أو تنخفض قيمة الأسهم أو الأصول المالية الأخرى أو العائد منها. أي تغير في أسعار العملات قد يكون له أثر إيجابي أو سلبي على قيمة/ عائد السهم أو الأوراق المالية الواردة في التقرير. قد يحصل المستثمر على مبلغ أقل من المبلغ الأصلي المستثمر في حالات معينة. بعض الأسهم أو الأوراق المالية قد تكون بطبيعتها قليلة السيولة / التداول أو تصبح كذلك بشكل غير متوقع في ظروف معينة وهو ما قد يزيد المخاطرة على المستثمر. قد تطبق رسوم على الاستثمارات في الأسهم. تم إعداد هذا التقرير من قبل موظفين متخصصين في شركة الجزيرة للأسواق المالية، وهم يتعهدون بأنهم وزوجاتهم وأولادهم لا يمتلكون أسهماً أو أوراقاً مالية أخرى تتضمنها هذا التقرير بشكل مباشر وقت إصدار هذا التقرير. تم إعداد هذا التقرير بشكل منفصل ومستقل من قبل إدارة الأبحاث في شركة الجزيرة للأسواق المالية ولم يتم إطلاع أي أطراف داخلية أو خارجية قد يكون لها مصلحة مباشرة أو غير مباشرة في محتويات هذا التقرير، كما لم يكن لدى إدارة الأبحاث في شركة الجزيرة للأسواق المالية أية معلومات وقت إعداد هذا التقرير تفيد بوجود مصالح مشتركة سواء بشكل مباشر أو غير مباشر بين الشركة / الشركات محل البحث في التقرير وبين أعضاء مجلس الإدارة و / أو الإدارة التنفيذية و/ أو الموظفين في شركة الجزيرة للأسواق المالية أو أية شركة أخرى من شركات مجموعة بنك الجزيرة. لا يسمح بنسخ هذا التقرير أو أي جزء منه للتوزيع لأي جهة سواء داخل أو خارج المملكة العربية السعودية بدون الحصول على إذن خطي مسبق من شركة الجزيرة للأسواق المالية. على الأفراد والجهات المتلقية لهذا التقرير الالتزام بهذه القيود، والقبول بهذا التقرير يعني قبول الالتزام بالقيود السابقة.

## إدارة الأصول | الوساطة | تمويل الشركات | خدمات الحفظ | المشورة

الإدارة العامة: المساعدة - طريق المدينة، ص.ب. ٦٢٧٧ جدة ٢١٤٤٢ المملكة العربية السعودية، هاتف: ٦٦٦٩٢٦٦٦ - ٠٢ فاكس: ٦٦٦٩٧٧٦١ - ٠٢