شـــــــــــراء

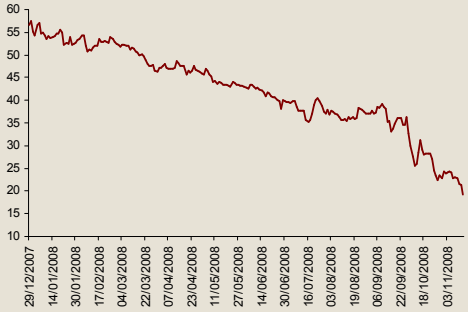
السعر المستهدف*: 40 ريال
السعر الحالي: 19.3 ريال
السعر العادل: 38 ريال

*لفترة 12 شهر

تفاصيل السهم

القيمة السوقية (مليون ريال)	15,408
عدد السهم المصدرة المتداولة (مليون)	720
عدد الأسهم المتاحة للتداول (مليون)	205
إيرادات السهم (ريال)	3.17
الربح الموزع للسهم (ريال)	3.00
القيمة الدفترية للسهم (ريال)	15.6
أعلى سعر في 52 أسبوع (ريال)	60.75
أدنى سعر في 52 أسبوع (ريال)	19.3

سعر سهم شركة دار الأركان



المعايير الرئيسية للسهم

السعر للعائد (مكرر الربحية)	6.08
السعر/القيمة الدفترية	1.24
العائد على رأس المال (%)	18.3
العائد على إجمالي الموجودات (%)	13.4
الربح الكلي (%)	49.0
الربح التشغيلي (%)	46.0
معدل السيولة الفورية	5.28
درجة مخاطر السوق (معامل بيتا)	0.9
درجة مخاطر السهم (الانحراف المعياري)	19
عائد إيرادات السهم (%)	14.8
عائد أرباح السهم (%)	15.5

سعر السهم الحالي
19.3 ريال

السعر المستهدف
لفترة 12 شهر
40 ريال

أقل من 32 ريال	بيـــن 36-32 ريال	بيـــن 43-36 ريال	بيـــن 47-43 ريال	أعلى من 47 ريال
شراء	فكر في الشراء	انتظـــار	فكر في البيع	بيـــع

الملخص الاستثماري

دار الأركان هي أكبر شركة للتطوير العقاري بالقيمة السوقية في المملكة ويتركز نشاطها على توفير المساكن لمتوسطي الدخل من خلال تطوير بيئات سكنيَة متكاملة. وتستحوذ دار الأركان على احتياطي ضخم من الأراضي حيث تمثل مبيعات الأراضي في الوقت الراهن أهم مصدر للدخل في الشركة. ونعتقد أن سهم الشركة مقيّم بأقل من قيمته العادلة عند مستواه الحالي.

إيجابيات الاستثمار:

- الطلب القوي على منتجات الشركة نتيجة للنقص الكبير في المساكن ذات الأسعار المعقولة.
- التطبيق المرتقب لنظام الرهن العقاري سيزيد من عدد عملاء الشركة المحتملين.
- تضافر الشركة مع شركات عقارية عالمية ساعدها على خلق اسم تجاري قوي.
- إطلاق الشركة لمشاريع كبيرة مؤخراً يتوقع أن يعزز إيراداتها خلال السنوات الخمس القادمة.
- وجود فريق إداري نشط يتمتع بخبرة واسعة ودارية تامة بأسواق العقار المحلية والعالمية.
- سجل حافل بالنمو في حجم المبيعات وصافي الدخل.
- سهم دار الأركان يقدم فرصة جيدة للاستثمار مقارنة بالشركات النظيرة الأخرى في قطاع التطوير العقاري.

سلبيات الاستثمار:

- الاعتماد على عدد محدود من المشاريع الكبيرة.
- الشركة منكشفة بطريقة واسعة أمام تقلبات أسعار العقارات.
- الشركة معرضة لتأثيرات تذبذب أسعار مواد البناء.
- التوقعات المستقبلية الغير مشجعة بخصوص توفر التمويل (داخلياً وخارجياً) ستزيد على الأرجح التكلفة كما ستقلل من الفرص المتاحة لتمويل المشاريع.

خلفية عن القطاع العقاري في المملكة

يعتبر قطاع العقارات والبناء أحد أكبر القطاعات غير النفطية في المملكة حيث نقدر مساهمته في الناتج المحلي خلال العقد الأخير بأكثر من 10 بالمائة في السنة. ولا توجد معلومات رسمية عن حجم قطاع التطوير العقاري في المملكة إلا أننا نقدر حجمه بحوالي 1,3 تريليون ريال. وقد نما هذا القطاع بصورة مضطردة منذ عام 2004 حيث ارتفعت استثماراته بأكثر من الضعف وفقاً لمؤشر شركة مزايا للتطوير العقاري من46,5 بليون ريال عام 2006 إلى 100,4 بليون ريال عام 2007.

ومن أهم العوامل التي أسهمت في نمو قطاع التطوير العقاري زيادة الإنفاق الحكومي الناتج عن ارتفاع أسعار النفط وكذلك توسع استثمارات القطاع الخاص فضلاً عن تسهيل الحكومة لبعض القوانين والإجراءات مثل الإسراع في إصدار تصاريح البناء والسماح ببناء مباني متعددة الطوابق في بعض المناطق بالإضافة إلى السماح للأجانب بتملك العقار. ومن ضمن العوامل التي ساعدت في نمو نشاط التطوير العقاري مستويات السيولة العالية وانخفاض أسعار الفائدة وإنشاء المدن الاقتصادية والصناعية الجديدة وتطوير المباني والمكاتب الحكومية وزيادة المساكن.

وكان الارتفاع الشديد في أسعار المواد الخام ونقص العمالة قد تسببا في إبطاء سرعة النمو خلال عام 2008، حيث تراجعت ربحية الاستثمارات العقارية نتيجة ارتفاع أسعار مواد البناء الرئيسية بأكثر من 50 بالمائة مصحوبة بارتفاع معدلات أجور عمال البناء المهرة. علاوة على ذلك ظلت قطاعات رئيسية مثل القطاع السكني تواجه نقصاً حاداً في المعروض مما حدا بالحكومة والقطاع الخاص على حد سواء إلى تعبئة الموارد اللازمة لمواجهة الطلب المتزايد على المساكن ذات الأسعار المناسبة.

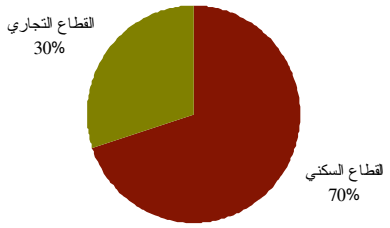
إنخفضت أسعار مواد البناء الرئيسية كالأسمنت والحديد الذي تراجع بشدة نتيجة للتوقعات السلبية بشأن مستقبل الاقتصاد العالمي خلال الشهور الأخيرة، لكن وبالرغم من صعوبة أوضاع التمويل بالنسبة للمستثمرين في قطاع التطوير العقاري إلا أننا نشعر بأن هذا القطاع سيظل مزدهراً نظراً لقوة الطلب المحلي.

ويمكن تقسيم سوق التطوير العقاري إلى ثلاث فئات كما يلي:

- **الأرض الفضاء:** غير المطورة.
- **العقارات السكنية:** الشقق والفلل والمنازل الشعبية والمجمعات السكنية.
- **العقارات التجارية:** المكاتب ومحلات البيع بالتجزئة ومراكز التسوق والفنادق.

وسنركز في هذا التحليل على سوق المساكن الذي يعتبر المجال الرئيسي الذي تنشط فيه شركة دار الأركان، كما سنتعرض بإيجاز لسوق الأراضي التي تعتبر كذلك ضمن مصادر الدخل للشركة.

توزيع سوق العقارات في المملكة



القطاع السكني

تمثل المساكن أكثر من 70 بالمائة من حجم القطاع العقاري حيث يقدر عدد الوحدات السكنية القائمة حالياً في المملكة بأكثر من 4 ملايين وحدة، ووفقاً لخطة التنمية الخمسية الثامنة (2005-2009) يتوقع أن ينمو قطاع العقارات بمعدل سنوي قدره 6,3 بالمائة وأن يرتفع الطلب على المساكن بمتوسط 200,000 وحدة سنوياً.

وتأخذ المساكن في السعودية الأنماط التالية :

- الفلل المنفصلة: وهذا النمط شائع بين الأفراد مرتفعي الدخل (الذين يربو متوسط دخلهم الشهري عن 8,000 ريال). ويتم تشييد الفلل من هذا النوع بأشكال مختلفة وأنماط متباينة ولا تتبع قاعدة أو معيار معين.

- المسكن المزدوج (الدوبلكس): طابق مستأجر من فيلا أو منزل وهو النوع الذي يفضله الأفراد متوسطي الدخل.

- الشقة: وقد أصبحت أكثر شيوعاً اليوم نتيجة لارتفاع قيمة إيجارات المنازل، وهي النمط السائد بصفة عامة بين العائلات متوسطة الدخل ومنخفضة الدخل والأجانب.

- المجمعات السكنية: معظمها مملوك للقطاع الخاص ويستهدف أصحابها الأجانب بالدرجة الأولى، وتكاد معظم الوحدات السكنية في هذه المجمعات أن تكون مشغولة كلياً في الوقت الراهن.

- البيوت الشعبية: انحسر انتشار هذا النوع من المساكن نتيجة التغيرات التي حدثت في التركيبة السكانية وأساليب الحياة. وبصفة عامة يتم تمويل تشييد هذه البيوت من مصادر الدخل الخاصة للعائلات.

ونجد أن أكثر من 90 بالمائة من المساكن القائمة حالياً قد شيدت بواسطة أفراد لا يلتزم معظمهم بأي قواعد أو معايير للبناء، أما النسبة المتبقية التي تمثل أقل من 10 بالمائة فتضم الشقق والمجمعات السكنية.

تمثل شركات التطوير العقاري أقل من 10 بالمائة من سوق القطاع السكني ولكن حصتها آخذة في التنامي (لا تتوفر معلومات حول الحصة السوقية للمطورين الأفراد). وقد بدأت المجمعات السكنية مثل تلك التي توفرها شركة دار الأركان تحظى بالمزيد من القبول وهي مجمعات يتم تطويرها على مساحات كبيرة من الأراضي وتشتمل على مرافق للخدمات العامة والاجتماعية وساحات وميادين ومنشآت رياضية وغيرها من وسائل الترفيه كما أنها توفر للسكان بعض المزايا من حيث التكلفة والجودة حيث تقوم بتشييدها شركات تطوير ذات خبرة جيدة. وتعتبر أولى المجمعات السكنية في المملكة تلك التي تم تشييدها لإسكان منسوبي الهيئات الحكومية الكبيرة (مثل مجمعات الحرس الوطني وشركة أرامكو) وقد حظيت بقبول كبير.

من المتوقع أن تلعب شركات التطوير العقاري دوراً أكبر في سوق المساكن من خلال التعاون مع البلديات المحلية لإنشاء مجمعات سكنية متكاملة بحيث تهتم البلديات بتوفير الخدمات الأساسية بينما ينصب تركيز شركات التطوير على مهمة تصميم وتنفيذ مشاريع المجمعات بمستوى عالي من الجودة.

يواجه سوق المساكن في المملكة عجزاً كبيراً في المعروض وخاصة المساكن ذات الأسعار المناسبة التي تكون في متناول الأشخاص من ذوي الدخول المتوسطة. وفي هذا الصدد تشير خطة التنمية الخمسية الثامنة إلى أن نسبة مالكي المنازل في المملكة قد انخفضت من 65 بالمائة إلى 55 بالمائة خلال الفترة من عام 2000 إلى عام 2004، بل وتشير التقديرات إلى تراجع حاد في نسبة ملاك المنازل حالياً. وضمن الأسباب الرئيسية وراء انخفاض معدل امتلاك المنازل الأسعار المرتفعة للأراضي ومواد البناء، كما ضاعف من صعوبة الحصول على مساكن بأسعار مناسبة محدودية القنوات الخاصة بتمويل تملك المساكن. ومن جانبها تعاملت حكومة المملكة مع هذا الوضع بجدية فعملت على إصدار قانون الرهن العقاري و زادت رأس المال المخصص لصندوق التنمية العقاري. وتشير تفاصيل خطة التنمية الخمسية الثامنة إلى أن إستراتيجية الإسكان الجديدة تهدف إلى زيادة معدل امتلاك المنازل من النسبة الحالية البالغة 40 بالمائة إلى 80 بالمائة بحلول عام 2020.

وتوفر معظم البنوك السعودية قنوات لتمويل بناء وتملك المساكن وفقاً للضوابط الشرعية وهي مشاريع تتسم بالخصائص العامة التالية:

- يبلغ الحد الأقصى للتمويل 3 مليون ريال.
- يغطي التمويل البيوت والشقق والمباني السكنية.
- تمتد مدة سداد القرض حتى 30 عاماً.
- الحد الأدنى للراتب الشهري الذي يخوّل الشخص الحصول على التمويل هو

4,000 ريال.

- تحويل راتب طالب التمويل إلى البنك المقرض.

ويمارس عدد من شركات التقسيط والتمويل المتخصصة عمليات التمويل العقاري بطرق مشابهة لنظام التمويل العقاري من قبل البنوك.

وبالرغم من تنافس البنوك لزيادة حصتها السوقية في سوق تمويل المساكن إلا أن شريحة كبيرة من السعوديين لم يستفيدوا من تلك البرامج بسبب ارتفاع كلفة التمويل وشروط أهلية الحصول عليه. وكان الجميع يترقب إصدار قانون الرهن العقاري الذي من شأنه توفير المرونة اللازمة التي تتطلبها مؤسسات التمويل كي تتمكن من طرح مشاريع تمويل مبتكرة منخفضة المخاطر تعزز من فرص تملك المنازل. وقد أُجيز القانون الجديد الذي استغرق إعداده قرابة عشر سنوات من قبل مجلس الشورى في مطلع العام الجاري وقد طرحت مسودته على مجلس الوزراء للمصادقة النهائية عليه. وينتظر أن يؤدي تطبيق القانون الجديد إلى تخفيف بعض القيود على حجم القروض العقارية وشروط التملك فضلاً عن أنه سيقنن إجراءات حجز الرهن. ونتوقع أن تؤدي صياغة نظام رسمي لسوق الرهن العقاري إلى تحفيز شركات التطوير العقاري المحلية والأجنبية للعمل في المملكة.

يقدم صندوق التنمية العقاري الذي أنشئ في عام 1974م قروض لبناء المساكن بشروط ميسرة، وقد شكّلت قروضه أكثر من 60 بالمائة من قروض تمويل بناء المساكن خلال الفترة من 2001 إلى 2006. ويبلغ الحد الأقصى لقروض الصندوق 300,000 ريال للمنزل وهو مبلغ يقل كثيراً عن متوسط تكلفة تشييد المنزل في ظل الأوضاع الحالية للسوق، كما تبلغ متوسط فترة الانتظار للحصول على القرض حوالي 9 سنوات.

يلاحظ أن الطلب على المساكن يفوق حجم المعروض منها بكثير وتدل هذه الفجوة على وجود مستقبل واعد لشركات التطوير العقاري. وبالرغم من اعتقادنا بأن هناك فرصاً كبيرة لازدهار سوق المساكن بسبب قلة العرض إلا أن توفير المساكن بأسعار مناسبة يمثل تحدياً كبيراً أمام تلبية الطلب. ومن المنتظر أن يساهم التمويل بنظام الرهن العقاري الجديد وخفض تكلفة المساكن في جسر الفجوة المتسعة بين العرض والطلب. ويعود الطلب الكبير على المساكن إلى العوامل التالية:

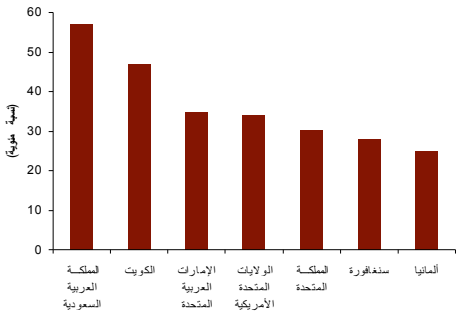
- **قانون الرهن العقاري الجديد:** ينتظر هذا القانون الجديد المصادقة عليه من قبل مجلس الوزراء السعودي ونرى أن تطبيقه سيقلص بدرجة كبيرة العقبات التمويلية التي تعيق عملية تمويل تملك منازل.

- **النمو السكاني:** هناك نسبة نمو عالية في الفئة السكانية صغيرة السن في المملكة مقرونة بتدفق كبير للأجانب (بلغ متوسط نمو السكان في المملكة خلال العقد الماضي 2,5 بالمائة كما صدرت أكثر من مليون تأشيرة عمل العام الماضي) مما يؤدي إلي طلب محلي قوي على الوحدات السكنية الجديدة. وتشير التقديرات أن المملكة ستحتاج إلى 4 مليون وحدة سكنية جديدة بحلول عام 2024.

- **عوامل اجتماعية وسكانية:** تقلص حجم متوسط أفراد العائلة السعودية خصوصاً أن حديثي الزواج يفضلون الانتقال إلى منازل مستقلة بدلاً عن البقاء في منزل الأسرة.

- **تطور قنوات تمويل المساكن:** توفر البنوك وشركات التمويل السعودية برامج لتمويل وتملك المساكن وفقاً للضوابط الشرعية بهدف تقديم قروض لشراء منازل تمتد فترة سدادها إلى 30 عاماً وذلك قبل إجازة قانون الرهن العقاري.

عدد السكان دون سن 25 سنة 2006



قطاع الأراضي

يعتبر الحصول على قطعة أرض خطوة رئيسية لأي مشروع تطوير عقاري، علماً انه لا تتوفر معلومات رسمية عن حجم سوق الأراضي في المملكة نتيجة لعدم وجود سجل

مركزي، لذا فقد اعتمدنا في الحصول على المعلومات من خلال النقاش مع خبراء عقاريين وجهات أخرى ذات علاقة.

وفي تقديرنا فإن أسعار الأراضي قد ارتفعت بنسبة 20 إلى 30 بالمائة على أساس سنوي خلال السنوات الثلاث الماضية (مما أدى إلى الارتفاع إلى زيادات مماثلة في أسعار المساكن وإيجارات المباني التجارية). ويعزى هذا الارتفاع إلى عدة أسباب أهمها زيادة الطلب على الأراضي ووفرة السيولة وبحث المستثمرين عن ملاذ آمن في أعقاب انهيار سوق الأسهم السعودية عام 2006. ويختلف معدل الزيادة في الأسعار من مكان إلى آخر في المملكة، وقد جاءت أعلى معدلات الزيادة في المدن الرئيسية مثل الرياض وجدة ومكة المكرمة والخبر. ووفقاً لمؤشر شركة مزايا للتطوير العقاري فقد شكلت الأراضي السكنية عام 2007 حوالي 66 بالمائة من نشاط تجارة الأراضي بينما شكلت القطاع التجاري والاستثماري نسبة الـــ 27 بالمائة.

ويمكن القول أن عملية بيع وشراء الأراضي عملية مباشرة وواضحة نسبياً ولذلك تعتبر قطعة الأرض أصل من الممكن تسييله بسهوله. أيضاً تعتبر تجارة الأراضي إحدى فرص الاستثمار المحدودة في المملكة (بالإضافة لتداول الأسهم) ولذلك يتركز الكثير من البائعين والمشترين في سوق الأراضي في معظم المدن الكبيرة. وقد ظل حجم مبيعات الأراضي مرتفعاً خلال السنين القليلة الماضية (لا تتوفر معلومات عن حجم السوق) نتيجة لسهولة بيعها وعائداتها المرتفعة. ونتوقع أن يشهد سوق الأراضي في المملكة فترة من التباطؤ خلال السنة القادمة كغيره من القطاعات الأخرى في سوق العقار.

خلفية عن الشركة

شركة دار الأركان للتطوير العقاري هي شركة مساهمة سعودية تم تأسيسها في عام 1994 تعمل في مجال التطوير العقاري وتتخصص في قطاع المساكن في تطوير المجمعات السكنية المتكاملة التي تشتمل على الأراضي والفلل والشقق السكنية. وقد رفعت الشركة في 14 أكتوبر 2008 من رأسمالها من 5,4 بليون ريال إلى 7,2 بليون ريال من خلال إصدار 180 مليون سهم إضافي. وترى إدارة الشركة أن زيادة رأس المال التي تم تمويلها من الأرباح المستبقاة دليل على التزام كبار حملة الأسهم بدعم وتطوير الشركة.

لقد تطورت شركة دار الأركان من مطوِّر عقاري صغير إلى إحدى أكبر شركات التطوير العقاري في المملكة ومرَّ تطورها بثلاثة مراحل كالآتي:

- **المرحلة الأولى (1994– 1999):** بدأت الشركة كمطوِّر عقاري يركز على تجهيز البنيات التحتية على قطع الأراضي في مدينة الرياض بصفة رئيسية حيث استحوذت الشركة على مساحات كبيرة ثم زودتها بخدمات المياه والصرف الصحي والكهرباء وغيرها من المرافق مثل الشوارع والأرصفة. تم تقسيم تلك الحيازات إلى قطع صغيرة ثم بيعها إلى الأفراد والمستثمرين والمطوِّرين العقاريين. وقد انحصر نشاط دار الأركان في تلك المرحلة في تشييد المساكن لعقود التطوير الصغيرة وعدد محدود من الوحدات السكنية.

- **المرحلة الثانية (2000 – 2004):** تحولت دار الأركان تدريجياً نحو تطوير المساكن من خلال تنفيذ عدة مشاريع سكنية استهدفت الأشخاص متوسطي الدخل. وامتد هذا النشاط خارج الرياض ليصل إلى المنطقتين الغربية والشرقية.

- **المرحلة الثالثة (2005 – حتى الآن):** تركز الشركة حالياً على المشاريع السكنية الكبيرة من خلال تطوير المجمعات السكنيَة المتكاملة والتي تحتوي على فلل وشقق ووحدات خدمات مرفقة، كما تعمل الشركة في مجال تطوير الأراضي وبيعها إلى الأفراد أو المطوِّرين ليقوموا بتشييد المساكن عليها.

تتطلع شركة دار الأركان لتصبح أكبر شركة لتطوير المجمعات في السعودية وتتلخص

إستراتيجيتها في زيادة التركيز على المشاريع السكنية لتلبية الطلب على المساكن ذات النوعية الجيدة لشريحة الأشخاص متوسطي الدخل. وتستخدم الشركة نموذج لتطوير بيئة سكنية متكاملة حيث تشتري أرض بمساحة كبيرة وتخطط مسبقاً جميع الجوانب المتعلقة بالمجمع الذي يحتوي على مباني تجارية وسكنية ومواقف للسيارات وغيرها من الخدمات العامة وعادة ما تقام تلك المجمعات في ضواحي المدن الكبيرة. وتتوقع إدارة الشركة زيادة الطلب على التجمعات المتكاملة المشيدة في مواقع جيدة وتتوفر فيها تشكيلة واسعة من وسائل الراحة والترفيه في المستقبل المنظور لأنها تتيح التحكم في نمو المدينة واتساعها بطريقة أكثر تنظيماً.

وهناك 5 مراحل تمر بها شركة دار الأركان عند تطويرها لتجمعات سكنية يمكن تلخيصها كما يلي:

- **الحصول على قطعة الأرض:** تشتري دار الأركان قطعة الأرض من المصادر الأولية وذلك للحصول على سعر أرخص من السعر الذي يبيع به السوق الثانوي الذي غالباً ما يكون بسعر أعلى لاحتواء السعر على عمولات و أرباح. في السوق الأولي يختار ملاك الأراضي مجموعة من المشترين المحتملين (مطورو العقارات أو غيرهم من المستثمرين) ليعرضوا عليهم شراء قطع أراضي قبل عرضها في السوق المفتوح، أما في السوق الثانوي فتكون الأرض معروضة للجميع ويتم تداولها بسعر أعلى نتيجة للعمولات والأرباح. وتتلقى دار الأركان بصفة مستمرة دعوات لشراء قطع أراضي كبيرة لاستخدامها في مشاريع تجمعاتها السكنية المحتملة.

- **استيفاء التصاريح الحكومية:** تضع البلديات المحلية معايير معينة لتصميم وتنسيق المجمعات ومثال لذلك الاشتراط بأن يخصص ثلث الأرض للمدارس والمساجد ومواقف السيارات وغيرها من وسائل الراحة والترفيه العامة، ولذلك يكون الحوار والتشاور مع البلديات المحلية متواصلاً طيلة فترة تنفيذ المشروع المعين.

- **تجهيز الموقع:** في هذه المرحلة يتم توفير خدمات الماء والكهرباء والصرف الصحي وتشييد الطرق والأرصفة.

- **تشييد الوحدات السكنية:** توكل هذه المهمة إلى مقاولين من خارج الشركة ولكن دار الأركان هي التي تشرف على المشروع حتى تتأكد من أن العمل يسير وفقاً للتصاميم المعدة والخطط المرسومة.

- **أعمال التشطيب والديكور للوحدات السكنية**

عمليات البيع والتسويق

تستخدم دار الأركان عدة استراتيجيات لتسويق منتجاتها من الأراضي والمشاريع السكنية، فبالنسبة لمشاريع قطع الأراضي تنشئ الشركة مكاتب مبيعات داخل المواقع لتخدم العملاء الذي يأتون إلى الموقع كما تقوم أيضاً بالبيع من خلال مكاتبها المنتشرة في أنحاء المملكة وعبر سماسرة العقار وعن طريق المزادات العلنية التي تنظمها في الموقع.

تبيع دار الأركان منتجاتها العقارية بطريقة مباشرة في أي واحدة من ثلاث مراحل تشمل مرحلة ما قبل عملية البناء ومرحلة ما قبل التشطيب (أي بعد اكتمال 75 بالمائة من الأعمال) ومرحلة تسليم مفتاح. في السابق كانت 70 بالمائة من الوحدات السكنية تباع وهي في مرحلة تسليم مفتاح و 20 بالمائة في مرحلة ما قبل التشطيب و 10 بالمائة في مرحلة ما قبل البناء. لكن الشركة تخطط لزيادة مبيعاتها في مرحلة ما قبل عملية البناء و مرحلة ما قبل التشطيب في مشاريعها المستقبلية وهي خطة تعتقد الشركة بإمكانية تنفيذها بعد اكتساب منتجاتها شعبية كبيرة. وستساعد زيادة المبيعات من الوحدات في مرحلة ما قبل البناء الشركة على التحكم في رأسمالها التشغيلي. تباع معظم الوحدات السكنية عن طريق المكاتب المقامة في موقع المشروع وقد كثفت

الشركة في الآونة الأخيرة من أنشطتها الترويجية حيث نشرت الكثير من الكتيبات والإعلانات الجديدة. وقد تلقت دار الأركان دعماً من شركة كلوتنز البريطانية في جهودها التسويقية ولكنها الآن تعمل على بناء فريقها التسويقي من بين موظفيها.

في عمليات البيع العادية يدفع المشتري مبلغ مقدم لحجز الوحدة السكنية لمدة 30 يوماً ثم يسدد القيمة المتبقية عند استلام الوحدة. ولكن هناك عمليات بيع يتم تمويلها بواسطة الشركة السعودية لتمويل المساكن (أنظر أدناه) والتي يدفع بموجبها المشتري 10 بالمائة من القيمة ثم يسدد نسبة الـــ 90 بالمائة المتبقية على هيئة أقساط تمتد إلى 20 عاماً. ولا تتوفر تفاصيل بشأن حجم المبيعات في أسلوب الدفع الفوري أو الدفع بالتقسيط.

التحالفات والشراكات

أقامت شركة دار الأركان عدة تحالفات وشراكات إستراتيجية رئيسية مع لاعبين محليين ودوليين ساعدت كثيراً في ترقية أعمال الشركة، وتشمل تلك التحالفات ما يلي:

شركة مملكة التقسيط: أنشأ مؤسسو دار الأركان في عام 2001 شركة مملكة التقسيط لتوفير التمويل عن طريق الرهن العقاري لعملاء دار الأركان وتملك هذه الشركة حالياً 7,6 بالمائة من دار الأركان. وتشير مملكة التقسيط أنها أول شركة في المملكة قدمت تمويل عقاري تصل مدة سداده إلى 20 عاماً، لكن لا تتوفر معلومات عن الأداء المالي لهذه الشركة.

الشركة السعودية لتمويل المساكن (سهل): دخلت دار الأركان في تحالف مع مؤسسة التمويل الدولية (ذراع البنك الدولي لتطوير القطاع الخاص) والبنك العربي الوطني وشركة مملكة التقسيط لتأسيس الشركة السعودية لتمويل المساكن التي بدأت عملياتها في يناير 2008. وتعتبر هذه الشركة أول شركة متخصصة في التمويل الإسكاني تحصل على ترخيص من مؤسسة النقد العربي السعودي ويتلخص دورها في تقديم التمويل العقاري إلى الأفراد من متوسطي الدخل وفقاً للضوابط الشرعية. يبلغ رأسمال الشركة 2 بليون ريال يملك منها كل من البنك العربي الوطني وشركة المملكة للتقسيط 40 بالمائة وتملك دار الأركان 15 بالمائة ومؤسسة التمويل الدولية 5 بالمائة، لكن المعلومات عن الأداء المالي لهذه الشركة غير متوفرة.

شركة تيرنر: وهي شركة أمريكية معروفة متخصصة في تخطيط وإدارة المشاريع دخلت معها شركة دار الأركان عام 2005 في اتفاقية لنقل خبراتها حيث تقدم بموجبها شركة تيرنر إلى دار الأركان الخبرة الفنية المتعلقة بمتطلبات إدارة المشاريع. وتتضمن الاتفاقية أيضاً أعمال الإشراف الشامل والإدارة وتخطيط التمويل وإدارة الموارد البشرية.

شركة كلتونز: شركة بريطانية متخصصة في إدارة العقارات وتقديم الخدمات الاستشارية المرتبطة بها، وقعت مع دار الأركان في عام 2005 عقداً تقدم بموجبه الدعم في أعمال التسويق والبحوث. وقد دعمت كلتونز شركة دار الأركان في مجال تطوير إستراتيجية التسويق وتدريب الموظفين وتحديد متطلبات العملاء المحتملين للمشاريع القائمة والمرتقبة. والآن وقد تم تحقيق الأهداف المتضمنة في العقد فلم تعد هناك حاجة إلى الدعم من كلتونز إلا في نطاق ضيق.

سي آر أيه آي: شركة استشارية كبيرة مقرها الولايات المتحدة دخلت معها دار الأركان في اتفاقية عام 2007 لتعزيز الإدارة الإستراتيجية في الشركة ومساعدتها على تحقيق أهدافها.

المشاريع الرئيسية

مشروع القصر: يقع هذا المشروع في ضاحية السويدي بمدينة الرياض ويتكون من 3,054 وحدة سكنية (شقق وفلل) ومرافق تجارية (تشمل مركز تسوق من 4 طوابق مع هايبرماركت ومواقف للسيارات) ، وتبلغ المساحه المبنية للمشروع 914,017 متر

مربع. يتكون المشروع من 4 مراحل اكتملت 3 منها ويتوقع اكتمال الرابعة بنهاية العام الجاري وتقول الشركة أنها باعت معظم الوحدات التي شيدت في المراحل المكتملة. ويشتمل المركز التجاري (القصر التجاري) على 4 طوابق بالإضافة إلى مواقف للسيارات في القبو الأرضي.

مشروع شمس الرياض: يقع المشروع في منطقة الدرعية شمال الرياض ويغطي مساحة قدرها 5,6 مليون متر مربع ويعتبر أكبر مشروع سكني يشيده القطاع الخاص في المملكة. المشروع لا يزال في مراحله التنفيذية الأولى و سيحتوي 3,200 وحدة سكنية وسيشيد على مساحة قدرها 1,2 مليون متر مربع وتبلغ تكلفته التقديرية 6,4 بليون ريال ويتوقع اكتماله في النصف الأول من عام 2012 بينما تبدأ عمليات بيع الوحدات في مطلع عام 2009.

مشروع التلال: يقع هذا المشروع في المدينة المنورة وتبلغ مساحته الإجمالية 2,2 مليون متر مربع. تشتمل المرحلة الأولى من المشروع على 500 فيلا معظمها الآن تحت التشييد بينما تضم المرحلتين الثانية والثالثة (الأخيرة) 1,500 وحدة سكنية إضافية ويتوقع اكتمالهما خلال السنوات الخمس القادمة.

مشروع قصر خزام: انطلق المشروع في أكتوبر هذا العام وهو يتضمن تطوير منطقة قصر خزام في مدينة جدة القديمة التي تضم قصر الملك عبد العزيز. ستقوم دار الأركان بالاتفاق مع بلدية جدة بتجديد المنطقة وإنشاء البنية التحتية والمجمعات التجارية والسكنية والمرافق العامة. يتوقع أن يستغرق إكمال المشروع من 5 إلى 6 سنوات وسينفذ على مراحل. يحتل المشروع مساحة قدرها 4 مليون متر مربع ويتكون من مراكز تسوق وفلل ومستشفيات ومدارس.

ظلت مبيعات الأراضي أكبر مساهم في عائدات الشركة منذ إنشائها وهي تمثل في المتوسط أكثر من 70 بالمائة من إجمالي العائدات. وتواصل الشركة تعزيز احتياطيها من الأراضي لاستخدامها في مشاريعها السكنية المحتملة أو لبيعها إلى مطورين عقاريين آخرين مقابل أرباح عالية. وبالرغم من أن الشركة تركز على المشاريع السكنية إلا أن إدارتها تعتقد أن مشاريع الأراضي ستظل أحد مصادر الدخل الرئيسية.

الإدارة

تتمتع الشركة بفريق إداري متمرس ذو خبرة ومعرفة واسعة بأسواق العقارات المحلية والعالمية فضلاً عن سهولة حصوله على الخبرة الأجنبية من خلال تحالفات عقدتها دار الأركان مع عدة شركات دولية كبيرة. استطاعت الشركة في مطلع العام الجاري تعزيز مواردها البشرية عن طريق تعيين كوادر أجنبية جديدة في مواقع إدارية رفيعة، كما تمكنت من إنشاء فريق داخلي للتسويق والمبيعات في أعقاب اتفاقيات نقل الخبرة التي عقدتها مع مؤسسات أجنبية وتم دعم وإسناد وظائف داخلية أخرى. أيضاً استثمرت دار الأركان موارد كبيرة في تعزيز أنشطتها البحثية والتطويرية الذاتية.

يعمل في الشركة حالياً ما يقارب 450 موظفاً تمثل نسبة السعوديين منهم أكثر من 35 بالمائة. يتكون مجلس الإدارة من 11 عضواً وتدار الشركة بواسطة 4 لجان هي اللجنة التنفيذية ولجنة المراجعة ولجنة التعيين ولجنة الاستثمار. يرأس مجلس الإدارة مؤسس الشركة يوسف عبد الله الشلاش وهو رئيس مجلس الإدارة لعدة شركات هي شركة إعمار البيادر وشركة مدارات وشركة مملكة التقسيط وبنك يونيكورن للاستثمار في البحرين. والمدير التنفيذي هو عبد اللطيف بن عبد الله الشلاش والذي عمل أيضاً في الشركة أيضاً منذ تأسيسها.

الإفصاح والشفافية

تتوخى الشركة مبدأ الشفافية في توفير كافة المعلومات لحملة الأسهم والمستثمرين المحتملين. وقد ساهم إدراج الشركة في بورصة دبي العالمية في تعزيز الشفافية والإفصاح لديها. وقد اجتمعنا مع إدارة الشركة وحصلنا على قدر جيد من المعلومات

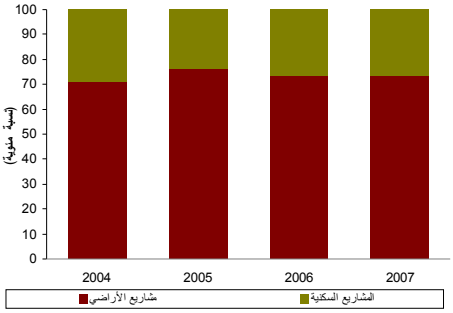
كجزء من جهدنا لدراسة الشركة بطريقة فاحصة. علماً بأنه تم فرض غرامة على الشركة لتسريب خبر أرباح الشركة للربع الثاني و لكن من خلال تعاملنا مع الشركة وجدنا تقيد من قبل الشركة بقواعد الإفصاح.

التحليل المالي للشركة

نمت إيرادات المبيعات بنسبة 13,2 بالمائة عام 2007 مقارنة بـــ 3,7 بالمائة عام 2006 ويعود هذا النمو المتسارع إلى الأسباب التالية:

- زيادة الطلب على الوحدات السكنية والأراضي.
- تمكّن الشركة من زيادة عدد الوحدات المباعة نتيجة لتعزيزها فعالية عمليات التخطيط والبناء.
- تعدد خيارات تمويل المساكن ساعد على زيادة عمليات البيع.
- ارتفاع أسعار الأراضي والعقارات السكنية.

مكونات الإيرادات



يعتبر قطاع الأراضي هو المصدر الرئيسي لإيرادات الشركة حيث شكل 73 بالمائة من إجمالي الإيرادات في المتوسط خلال السنوات الأربع الماضية بينما شكلت المشاريع السكنية النسبة المتبقية. وعلى الرغم من أن الأراضي ستظل أحد مصادر الدخل الرئيسية إلا أن دار الأركان تخطط لزيادة كبيرة في مساهمة المشاريع الإسكانية في إيرادات الشركة. ونعتقد أنه يمكن تحقيق هذا الهدف بفضل تزايد عدد المشاريع التي ستطرحها الشركة في السوق خلال السنوات القليلة القادمة.

القيمة بالألف ريال	2004	2005	2006	2007
مشاريع الأراضي	1,759	3,191	3,202	3,605
النمو (نسبة مئوية)	--	81	0	13
المساهمة في الإيرادات (نسبة مئوية)	71	76	74	73
المشاريع السكنية	724	1,006	1,151	1,321
النمو (نسبة مئوية)	--	39	14	15
المساهمة في الإيرادات (نسبة مئوية)	29	24	26	27
إجمالي الإيرادات	**2,484**	**4,197**	**4,353**	**4,926**

شكلت تكلفة المبيعات 51 بالمائة من إجمالي الإيرادات خلال العامين الماضيين وهي نسبة متوافقة مع متوسطها التاريخي ولكنها انخفضت إلى 45 بالمائة خلال الفصول الثلاثة الأولى من عام 2008. وتحقق الأراضي أرباحاً أعلى مما تحققه المشاريع السكنية وذلك لأن تكلفة بيع الأولى أقل من تكلفة بيع الثانية، وعلى سبيل المثال نجد أن الربح الإجمالي لمشاريع الأراضي شكل52 بالمائة خلال النصف الأول لعام 2008 مقابل 48 بالمائة للمشاريع السكنية.

معايير الربحية
(نسبة مئوية)

	2005	2006	2007	2008 (30 سبتمبر)
الربح الإجمالي	48,4	48,4	48,9	55
الربح الصافي	42,3	41,7	40,8	46
العائد على الأصول	21	16,1	13,4	13,4[1]
العائد على الأسهم	22,4	17,3	18,6	20,4[1]

[1] الإثنا عشر شهراً الأخيرة

تراجعت الربحية، قياساً بمعيار الربح الصافي، بصورة طفيفة عام 2007 نتيجة لزيادة مصاريف التمويل عندما أصدرت الشركة مجموعتين من الصكوك كما زادت من التمويل بالمرابحة في السنوات الأخيرة. كذلك تراجع معيار العائد على الأصول وكذلك معيار العائد على الأسهم بسبب الزيادة في الأصول والأسهم خلال العامين الماضيين

عندما شرعت الشركة في تنفيذ مشاريع سكنية ومعلوم أن ذلك النوع من المشاريع يحتاج إلى رؤوس أموال طائلة ويعتمد على تدفقات نقدية كبيرة. واعتمدت الشركة في تمويل مشاريعها على الوسائل التالية:

- **الصكوك:** طرقت شركة دار الأركان أبواب الأسواق العالمية للحصول على موارد مالية من خلال إصدار مجموعتين من الصكوك. فبعد الإصدار الناجح لصكوك مدتها 3 سنوات بقيمة 600 مليون دولار أمريكي والذي طرحته في بورصة دبي الدولية في مارس 2007 أصدرت الشركة دفعة صكوك أخرى لمدة 5 سنوات بقيمة بليون دولار في يوليو من العام الماضي وطرحتها في بورصة دبي الدولية وسوق الأسهم البحرينية وبورصة لابوان الدولية الماليزية. وقد أعلنت الشركة مؤخراً أنها بصدد إصدار دفعة ثالثة من الصكوك لم تتوفر معلومات عنها حتى لحظة إعداد هذا التقرير ولم يتم الكشف عن توقيتها ولا البورصات التي ستطرح عبرها.

- **تسهيلات ائتمانية من البنوك المحلية:** تستخدم الشركة منذ 2006 نظام المرابحة للحصول على تسهيلات ائتمانية من البنوك السعودية لتمويل عملياتها التشغيلية وقد بلغ إجمالي تمويل المرابحة 1,13 ريال بنهاية الفصل الثالث من العام الحالي.

معايير المديونية
(نسبة مئوية)

	2005	2006	2007	2008 (30 سبتمبر)
معدل الدين إلى رأس مال الأسهم	3,9	10,1	67,0	70
معدل رأس مال الأسهم إلى إجمالي رأس المال	96,2	90,8	59,9	59

شهد هيكل رأس المال في دار الأركان تغيراً كبيراً عام 2007 نتيجة لإصدار الشركة مجموعتين من الصكوك آنذاك. وقد انعكس إصدار هذه الصكوك على معايير المديونية حيث قفزت نسبة الدين إلى رأس مال الأسهم من 10 بالمائة عام 2006 إلى 67 بالمائة عام 2007. وكانت دار الأركان قد اعتادت قبل إصدار الصكوك تمويل عملياتها من خلال نظام الاستثمار المشترك حيث تدعو الشركة مستثمرين مختارين للمشاركة في تطوير المشروع المعين وبعد اكتمال المشروع تقوم بتوزيع الأرباح على أولئك المستثمرين (المشاركين). ولكن بعد نمو الشركة وتعاظم حاجتها لرأس المال اختارت اللجوء إلى الأسواق العالمية والمحلية من خلال إصدار الصكوك وإدراج أسهم الشركة في سوق الأسهم. لقد استفادت الشركة من قدرتها على تنويع مصادر التمويل في تأمين التدفق النقدي الذي تحتاجه في أنشطتها التشغيلية والاستثمارية.

أدرجت الشركة أسهمها في سوق الأسهم السعودي في ديسمبر 2007 وتمثل الأسهم المتاحة للتداول حالياً 30 بالمائة من إجمالي أسهم الشركة. كذلك رفعت الشركة في أكتوبر رأسمالها إلى 7,2 بليون ريال بزيادة قدرها 33 بالمائة وستتيح لها هذه الزيادة التي مولتها من الأرباح المستبقاة توسيع عملياتها والحصول على المزيد من القروض مع محافظتها على هيكل رأسمالها.

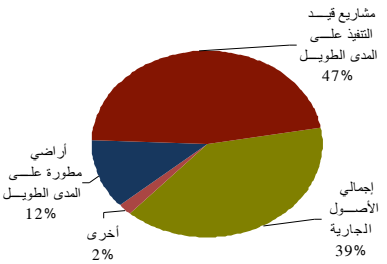
معايير السيولة

	2005	2006	2007	2008 (30 سبتمبر)
معدل السيولة الجارية	26,11	10,71	5,82	3,9
صافي رأس المال التشغيلي (مليون ريال	10,174	10,359	5,869	5,330

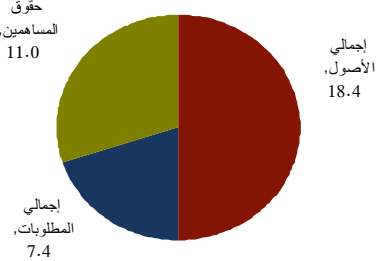
بالرغم من تراجع معايير السيولة إلا أن موقف السيولة لدى الشركة لا يزال قوياً بسبب تنوع مصادر التمويل.

تصنف شركة دار الأركان مشاريعها تحت الإنشاء إلى نوعين هما مشاريع قصيرة

تفاصيل الأصول في 31 ديسمبر 2007



المركز المالي في 31 ديسمبر 2007
(مليار ريال)



الأجل وأخرى طويلة الأجل، المشاريع قصيرة الأجل هي تلك المشاريع السكنية والأراضي التي يتوقع بيعها خلال الفترة المحاسبية وتصنف ضمن الأصول المتداولة أما المشاريع طويلة الأجل فهي المشاريع المتوقع اكتمالها في فترة محاسبية قادمة وتصنف ضمن الأصول طويلة الأجل ويتم تحويلها إلى أصول ثابتة. قبل عام 2007 كانت جميع مشاريع الشركة تعتبر مشاريع قصيرة الأجل وتصنف ضمن الأصول الجارية. في عام 2007 كانت نسبة المشاريع قصيرة الأجل إلى المشاريع طويلة الأجل 1 :4 من إجمال المشاريع ولكن تغيرت هذه النسبة في النصف الأول من عام 2008 فأصبحت 1: 2 عندما شكلت المشاريع السكنية 48 بالمائة من المشاريع قصيرة الأجل و 38 بالمائة من المشاريع طويلة الأجل. كذلك خضعت مشاريع الأراضي لتغيير مماثل في المعاملة المحاسبية حيث صنّفت مشاريع الأراضي المطورة إلى أصول قصيرة الأجل وأخرى طويلة الأجل وقد شكلت الأخيرة 80 بالمائة من احتياطي الشركة من الأراضي عام 2007.

ارتفع إجمالي الأصول بنسبة 57 بالمائة في عام 2007 نتيجة لزيادة الشركة مشاريعها السكنية واستثمارها في شركة سهل (اشترت حصة قدرها 15 بالمائة مقابل 75 مليون ريال). وفي عام 2008 اشتركت دار الأركان في تأسيس شركة يونيكورن كابيتال بحصة قدرها 33 بالمائة بقيمة 100 مليون ريال مما رفع قيمة استثماراتها طويلة الأجل إلى 175 مليون.

زادت مطلوبات الشركة بستة أضعاف عام 2007 نتيجة للصكوك التي أصدرتها بقيمة 1,6 بليون ريال. وبالرغم من أن هذه الزيادة تعتبر قفزة كبيرة إلا أن المديونية لا تزال في حدود المستويات المعقولة حيث يشكل إجمالي المطلوبات فقط 40 بالمائة من إجمالي أصول الشركة.

نتائج الفصول الثلاثة الأولى من عام 2008

حققت الشركة خلال الثلاث فصول الأولى من عام 2008 أرباحاً قدرها 720 مليون ريال بزيادة 4,3 بالمائة عن نفس الفترة من عام 2007 وكذلك فاقت الإيرادات للثلاث الفصول الأولى إيرادات نفس الفترة من العام الماضي بنسبة 17 بالمائة، ويعزى هذا الأداء إلى فعالية العمليات التشغيلية للشركة ولزيادة الطلب على منتجاتها, وشكلت مشاريع الأراضي خلال الفصول الثلاثة الأولى من العام نسبة 78 بالمائة من إجمالي الإيرادات.

شهد الفصلين الأخيرين تحسناً في خفض التكلفة حيث ارتفع الربح الإجمالي من 48 بالمائة في الفصل الأول إلى 55 بالمائة في الفصل الثالث كما ارتفع صافي الربح من 37 بالمائة في الفصل الأول إلى 46 بالمائة في الفصل الثالث وهو ما يعكس زيادة فعالية العمليات التشغيلية.

النتائج الفصلية
القيمة بالمليون ريال

	1يناير إلى 30 سبتمبر		1يوليو إلى 30 سبتمبر	
	2008	2007	2008	2007
المبيعات	4,352	3,596	1,567	1,641
إجمالي الربح	2,282	1,780	859	767
صافي الربح	1,860	1,586	719	690
العائد على السهم (ريال سعودي)	3,44	2,94	1,33	1,28

تقييم سهم شركة دار الأركان

اعتمدنا في تقديرنا للقيمة العادلة لسهم" دار الأركان " على دمج أسلوب خصم التدفقات النقدية مع أسلوب التقييم النسبي، مع تخصيص وزن نسبي لكل من الأسلوبين بحيث تلقى أسلوب خصم التدفقات النقدية 70 بالمائة بينما تلقى أسلوب التقييم النسبي 30 بالمائة.

حسابات خصم التدفقات النقدية

- **سعر الفائدة عديم المخاطر:** 4,6 بالمائة.
- **علاوة مخاطر الأسهم:** 8,90 بالمائة.
- **معامل بيتا:** 0,90 بالمائة.
- **معدل النمو النهائي:** 3 بالمائة.

التدفقات النقدية المتوقعة: آخذين في الاعتبار عدد المشاريع التي تقوم الشركة بتنفيذها حالياً والطلب القوي على المساكن والمستقبل الجيد لمبيعات الأراضي والتي تمثل أهم مصدر لأرباح الشركة، و الانخفاض المتوقع في أسعار العقارات، أن يكون النمو للإيرادات بنسبة 5 بالمائة لعامي 2009 و 2010 وأن ترتفع هذه النسبة إلى 8 بالمائة للسنوات 2010 إلى 2013.

يتوقع حدوث ارتفاع حاد في الطلب على المساكن في السعودية نتيجة لسرعة النمو السكاني حيث تقدر الإحصاءات الرسمية عدد الوحدات السكنية المطلوبة سنوياً لتلبية الطلب المتزايد في حدود 200,000 وحدة، ولذا فمن المتوقع أن يصبح قطاع الوحدات السكنية في شركة دار الإسكان مساهماً رئيسياً في إيرادات الشركة (من المنتظر أن تتدفق الإيرادات من المشاريع الكبيرة التي تم الشروع فيها خلال العامين الماضيين إلى ميزانية الشركة خلال الخمس سنوات القادمة). وبالرغم من التوقعات بتباطؤ أسعار العقارات بل وبانخفاضها إلا أنه من المرجح أن تنخفض أسعار مواد البناء بدرجة أكبر من انخفاض أسعار العقارات مما يؤدي إلى خفض كبير في تكاليف البناء. وعلاوة على ذلك يتوقع أن يؤدي حدوث تحسن في الإجراءات التنظيمية الخاصة بالنشاط العقاري بعد إجازة قانون الرهن العقاري إلى تمكين مؤسسات التمويل من تقديم عروض متنوعة لتمويل شراء المساكن والذي يؤدي بدوره إلى زيادة الطلب على منتجات دار الأركان. وحيث أن احتياطي الشركة من الأراضي مقيّم بسعر شرائها ومعظمها قد تم شراؤه قبل عدة سنوات، ستظل مبيعات الأراضي تمثل مصدراً جيداً للأرباح الصافية حتى في حالة انخفاض أسعار الأراضي.

وقد اخترنا أسلوب خصم التدفقات النقدية الحرة المتاحة لحملة الأسهم باعتبارها المقياس الملائم للتوصل إلى التدفق النقدي الصافي الذي يعكس قيمة السهم من وجهة نظر المستثمر. ويمثل صافي التدفقات النقدية الحد الأقصى من النقد الذي يمكن توزيعه على حملة الأسهم دون التأثير على احتياجات الشركة الطبيعية من رأس المال التشغيلي، وقد توصلنا إلى صافي التدفقات النقدية المتوفرة لحملة الأسهم بتقدير قيمة الاستهلاكات والنفقات الرأسمالية وأقساط تسديد الدين والفروقات في رأس المال التشغيلي ثم إضافتها إلى أو خصمها من صافي الدخل حسب الحالة. لقد اقترضت دار الأركان من أسواق المال العالمية في السابق ونعتقد أن الشركة لا تزال تحتاج إلى المزيد من التمويل الذي نرجح أن يأتي من خلال إصدار صكوك محلية ونعتقد أن شهية المستثمرين ستكون قوية على الرغم من أن الأسعار ستكون أعلى مما كانت عليه قبل الأزمة المالية العالمية.

وحسب تقديرنا في جدوى فإن القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية المتاحة لحملة الأسهم في دار الأركان مستقبلاً بين عامي 2008 و 2014 تبلغ حوالي 17,5 بليون ريال. من البديهي أن تستمر أعمال الشركة في تحقيق تدفقات نقدية لما بعد تلك الفترة ونرى أن معدل النمو المناسب للتدفقات النقدية النهائية هو 3 بالمائة. وبإضافة القيمة الحالية للتدفقات النقدية النهائية إلى صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية للفترة المشار إليها توصلنا إلى أن القيمة الإجمالية للشركة تبلغ اليوم 28,5 بليون ريال .وبناءًا على ما تقدم نعتقد أن قيمة سهم الشركة في تاريخ إعداد هذا التقييم تبلغ 38 ريال.

التقييم حسب أسلوب التحليل النسبي

أسلوب التحليل النسبي أو تحليل الشركات النظيرة يقيّم الشركة المعنية من خلال مقارنتها بشركات مساهمة عامة أخرى لها نفس الخصائص التشغيلية والمالية. ومن أهم المعايير المالية شائعة الاستخدام في هذه العملية معدل السعر إلى العائد (مكرر الربحية) ومعدل السعر إلى القيمة الدفترية. فإذا كان معدل الشركة أدنى من المعدل لدى الشركات النظيرة وكذلك أدنى من متوسط المعدل في القطاع ككل يشير ذلك إلى أن السعر مقيّم بأقل من قيمته العادلة والعكس بالعكس. إن الأساس المنطقي لاستخدام مكرر الربحية هو أن قوة الإيرادات هي المحرك الرئيسي لقيمة الاستثمار، أما معدل السعر إلى القيمة الدفترية فيقيس مدى استعداد المستثمرين لأن يدفعوا مقابل الوحدة من صافي أصول الشركة.

الشركة	إيرادات السهم (ريال)	مكرر الربحية	القيمة الدفترية	معدل السعر إلى القيمة الدفترية
الشركة العقارية السعودية	1,34	15,27	25,62	0,79
شركة طيبة القابضة	1,03	15,13	19,41	0,80
شركة مكة للإنشاء والتعمير	1,31	20,30	24,78	1,07
شركة الرياض للتعمير	0,78	13,15	13,86	0,74
شركة إعمار المدينة الاقتصادية	−0,24	لا يوجد	9,69	1,15
شركة جبل عمر للتطوير	−0,05	لا يوجد	9,94	1,69
شركة دار الأركان	**3,17**	**6,08**	**15,61**	**1,23**
قطاع التطوير العقاري	**1,53**	**13,99**	**16,99**	**1,07**
سوق الأسهم السعودي	**2,32**	**11,66**	**14,16**	**1,98**

وقد عقدنا مقارنة بين شركة دار الأركان ومجموعة من الشركات المحلية التي تعمل في مجال التطوير العقاري كما هو مبين في الجدول التالي:

يتم تداول سهم شركة دار الأركان حالياً عند مكرر ربحية متقدم يبلغ 6,08 وهو يعتبر من أقل مكررات الربحية بين شركات التطوير العقاري المختارة مما يوحي بأن سعر السهم الحالي أقل نسبياً من السعر العادل، أما إذا نظرنا إلى السهم من منظور السعر إلى القيمة الدفترية فنجده أعلى بنسبة 15 بالمائة من متوسط الشركات النظيرة المختارة. وبناءًا على تحليلنا لأداء الشركة في المستقبل فقد قدرنا إيرادات السهم لسنة قادمة عند 3,3 ريال كما قدرنا القيمة الدفترية للسهم لسنة قادمة عند 23 ريال.

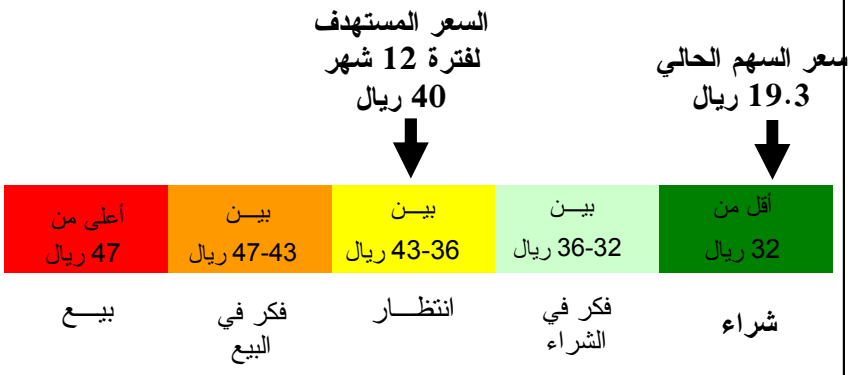
بتطبيق إيرادات سهم دار الأركان المتوقع على متوسط مكرر الربحية المتأخر لشركات القطاع لمدة سنة والذي يبلغ 14 نجد أن سعر سهم دار الأركان يبلغ 46 ريال. وبتطبيق القيمة الدفترية المتوقعة لسهم شركة دار الأركان على متوسط القيمة الدفترية لأسهم شركات القطاع والذي يبلغ 1,07 نجد أن سعر سهم دار الأركان يبلغ 25 ريال. وبحساب متوسط النتيجتين نخلص إلى أن سعر سهم دار الأركان يبلغ 35 ريال.

التوصية

بناءًا على أسلوب التقييم المستخدم في التوصل إلى القيمة العادلة لسهم شركة دار الأركان والذي خصص وزن نسبي لأسلوب خصم التدفقات النقدية يبلغ 70 بالمائة ووزن نسبي لأسلوب التقييم النسبي يبلغ 30 بالمائة توصلنا إلى أن السعر العادل للشركة يبلغ 38 ريال. ومن اجل التوصل إلى سعر السهم المستهدف، نقوم بإعادة احتساب التدفقات النقدية لفترة 12 شهراً قادمة بعد تاريخ إجراء التقييم، ثم نلجأ لخصم القيمة المتأتية باستخدام سعر الخصم الحالي، ونترك القيمة العادلة كما هي حيث أنها تأخذ التطورات المستقبلية في الاعتبار بحكم آليتها. ونخلص مما تقدم إلى أن السعر المستهدف لسهم الشركة خلال فترة 12 شهرًا قادمة يبلغ 48,2 ريال بينما يتداول سهم دار الأركان حالياً عند مستوى 19,3 ريال، لذلك فإن توصيتنا بالنسبة لذلك السهم هي " الشراء."

أسلوب التقييم	سعر السهم (ريال)	الوزن	مساهمة كل أسلوب (ريال)
طريقة خصم التدفقات النقدية	42	70%	29,6
طريقة التقييم النسبي	35	30%	10,6
السعر المستهدف لفترة 12 شهراً (ريال)			**40,2**

شريط جدوى للتوصية بالأسهم



شريط التقييم الوارد في الصفحة الأولى من هذا التقرير هو الأسلوب الخاص الذي طورته شركة جدوى في شرح وتفسير التوصية الاستثمارية بطريقة سهلة ودقيقة قدر المستطاع، حيث تقوم فكرة الشريط على لوحة العلامات المرورية التي يشير اللون الأخضر فيها إلى الانطلاق "الشراء" واللون الأصفر إلى تهدئة السرعة "الانتظار أو التريث" واللون الأحمر إلى التوقف "البيع". ويقع السعر المستهدف خلال فترة الـــ 12 شهراً القادمة في منتصف المنطقة الصفراء في شريط التوصية، وهو يختلف عن السعر العادل الذي يشير إلى قيمة السهم العادلة في تاريخ إجراء التقييم.

ونستخدم خمسة درجات من الألوان في شريط التوصية، تشير تلك التي تقع على جانبي المنطقة الصفراء في الشريط إلى التفكير في شراء أو بيع سهم الشركة، بينما يقع النطاق السعري لكل من الخيارات الخمسة داخل المنطقة الملونة. وقد تم ضبط هذه النطاقات السعرية كي تعكس درجة تذبذب سعر السهم (باستخدام معدل التباين إلى الوسط الحسابي)، بحيث يتسع النطاق أو يضيق حسب درجة تذبذب سعر السهم تاريخياً.

مصفوفة تقييم أداء الشركة

يصنف الجدول أدناه مستوى الأداء في شركة دار الأركان مستخدمين ما نعتقد أنها العوامل الرئيسية للنجاح في القطاع الذي تنتمي إليه الشركة (قطاع التطوير العقاري). ويشير اللون الأخضر إلى أداء إيجابي والأصفر إلى أداء متعادل والأحمر إلى أداء سلبي.

عنصر التقييم	ماذا يقيس	وضعية دار الأركان	التقييم
التقييم	القيمة الحقيقية للسهم في السوق	سعر السهم مقيم بأقل من قيمته العادلة.	
الإدارة	مدى الكفاءة والفعالية التي تدار بها الشركة	فريق إداري قوي ذو خبرة واسعة ودراية تامة بأسواق العقار المحلية والعالمية.	
الوضع التنافسي	وضعية الشركة بالنسبة للشركات الأخرى في القطاع	تعتبر دار الأركان رائدة في مشاريع البيئات السكنيَة المتكاملة .	
تشكيلة الانتاج	درجة الانسجام بين المنتجات ومجال الأنشطة وخطوط الانتاج والخدمات	على الرغم من أن نشاط الشركة الذي يغطي مجالي تطوير الأراضي وتنفيذ المشاريع السكنية يعطيها درجة من التنوع، إلا أنها في الواقع منكشفة بطريقة واسعة أمام تقلبات أسعار العقارات.	
فعالية التسويق	مدى كفاءة الأنشطة التسويقية للشركة	تستخدم دار الأركان وسائل تسويق متنوعة وقد خلق لها اسماً تجارياً قوياً.	
فعالية التشغيل	قدرة الشركة على تعزيز إنتاجيتها وتحسين نوعية منتجاتها	استطاعت الشركة من خلال تحالفات استراتيجية مع شركات عالمية تعزيز الفعالية التشغيلية لديها.	
الإفصاح والشفافية	مدى انفتاح الشركة واستعدادها فيما يتعلق بتقديم المعلومات ونشرها	توفر البيانات المالية قدر كاف من المعلومات، كما أن إدراج الشركة في البورصات الاقليمية عززت من مستوى الإفصاح والشفافية.	
نوعية المنتجات	انطباع الزبائن عن نوعية المنتجات التي تقدمها الشركة	اقتناع الأشخاص بالوحدات السكنية التي تنفذها الشركة يعتبر في مستوى جيد حيث يلاحظ أن نسبة إعادة بيع تلك الوحدات منخفضة جداً.	
الربحية	النتيجة النهائية للعمليات التجارية للشركة مستخدمة جميع الموارد المتاحة لها	حافظت دار الأركان على متوسط ربح صافي بلغت نسبته 42 بالمائة خلال السنوات الخمس الماضية.	
النشاط	مدى فعالية الإدارة في استغلال أصول الشركة	هناك تحسن ملحوظ في فعالية استخدام الشركة لأصولها وقد انعكس ذلك في معايير النشاط.	
الأداء	الكفاءة في زيادة حجم المبيعات	استمرت المبيعات تنمو بمعدلات قوية نتيجة لقطاع تطوير الأراضي.	
السيولة	قدرة الشركة على الوفاء بالالتزامات الجارية وقصيرة الأجل في الوقت المناسب	بالرغم من تراجع مستوى السيولة في شركة دار الأركان بسبب التوسع في التمويل بالمرابحة، إلا أن وضع السيولة فيها لا يزال قوياً نتيجة لتنويع الشركة مصادرها التمويلية.	
معدل المديونية	كفاية رأس المال ومقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها على المدى الطويل واستغلال الفرص لحظة ظهورها	حدث تغير كبير في وضع المديونية نتيجة لإصدار الشركة نسختين الصكوك عام 2007. وبالرغم من حدوث قفزة في معايير المديونية إلا أن مستويات الدين لا تزال ضمن الحدود المقبولة.	

أسلوب خصم التدفقات النقدية

يتم تحديد القيمة العادلة للسهم باستخدام أسلوب خصم التدفقات النقدية على مرحلتين، يتم في المرحلة الأولى تقدير صافي التدفقات النقدية المتوقع أن تحققها الشركة خلال فترة زمنية قادمة مع الأخذ في الاعتبار أوضاع الشركة ومركزها المالي وأحوال القطاع الذي تنشط فيه ومعطيات الاقتصاد . ثم ينتقل الأسلوب في الشق الثاني منه إلى تحديد المعدل المناسب الذي يستخدم في خصم التدفقات النقدية المستقبلية للتوصل إلى قيمة الشركة الحالية وهو ما يطلق عليه أيضاً معدل العائد المطلوب على الاستثمار أو تكلفة رأس المال.

بعبارة أخرى يتم تقدير قيمة الشركة الحالية من خلال تقدير التدفقات النقدية التي يتوقع أن تحققها الشركة مستقبلاً ومن ثم خصم تلك التدفقات حتى تاريخ التقييم باستخدام معدل خصم يعكس المخاطر المتوقع. وتتضمن هذه العملية إجراء تحليل دقيق لتقدير إيرادات الشركة ونفقاتها الرأسمالية ومعدلات استهلاك موجوداتها الثابتة واحتياجاتها من رأس المال التشغيلي وحاجتها للاقتراض.

كيفية إجراء حسابات التقييم

تحديد معدل الخصم المستخدم في تقدير القيمة الحالية: استخدمنا نموذج تسعير الأصول المالية (CAPM) في تقدير تكلفة رأسمال شركة دار الأركان والذي يتطلب استخدام سعر فائدة يخلو من المخاطر وحساب علاوة مخاطر الأسهم طويلة الأجل ومعامل البيتا الخاص بالشركة.

- **سعر الفائدة عديم المخاطر:** يستخدم سعر الفائدة عديم المخاطر لقياس تكلفة الفرصة البديلة للاستثمار. وبما أن تحليل صافي التدفق النقدي بُنِي على أساس فترة زمنية قادمة فإن سعر الفائدة المناسب الذي يخلو من المخاطر هو سعر الأوراق المالية الحكومية طويلة الأجل. وقد استخدمنا في هذا الصدد معدل الفائدة على سندات التنمية الحكومية بأجل 10 سنوات والتي تصدرها مؤسسة النقد بالريال السعودي والتي بلغ عائدها السنوي 4,6 بالمائة في تاريخ التقييم.

- **علاوة مخاطر الأسهم** : نستخدم متوسط الوسطين الحسابي والهندسي في تقدير العائد التاريخي لمؤشر سوق الأسهم (تداول) ثم نستبعد منه العائد على سندات مؤسسة النقد بأجل 10 سنوات للوصول إلى علاوة مخاطر الأسهم. وقد بلغ العائد التاريخي لسوق الأسهم منذ إنشائه في 1980 وحتى 15 نوفمبر 2008 ما يعادل 15,9 بالمائة حسب الوسط الحسابي بينما بلغ 11,07 بالمائة حسب الوسط الهندسي، وبالتالي نجد أن متوسط الأسلوبين يبلغ 13,48 بالمائة ويمثل ذلك عائد السوق التاريخي الذي نستخدمه في تقييمنا للأسهم السعودية. وبناء على ذلك فقد بلغت علاوة مخاطر الأسهم بالنسبة لسهم شركة دار الأركان 8,88 بالمائة.

- **معامل بيتا** : معامل بيتا هو معيار لقياس المخاطر المتأصلة في العائدات الاستثمارية للشركة. وتبلغ قيمة معامل بيتا لمؤشر سوق الأسهم السعودي "تاسي" 1,0 في جميع الأحوال. تم إدراج سهم الشركة في آخر أيام العام الماضي و لذلك استخدمنا معامل بيتا الخاص بقطاع التطوير العقاري ، ويشير معامل بيتا الذي يقل عن 1,0، إلى أن اتجاه سعر السهم يميل إلى أن يكون أقل تذبذباً (صعوداً أو نزولاً) من مؤشر "تاسي" . وبتطبيق معامل بيتا على علاوة مخاطر السهم نحصل على علاوة المخاطر المعدلة حسب معامل بيتا والتي تبلغ حوالي 7,99 بالمائة بالنسبة لسهم شركة دار الأركان .

بناءًا على ما تقدم تكون محصلة نموذج تسعير الأصول المالية هي أن معدل تكلفة رأسمال شركة دار الأركان تبلغ حوالي 12,59 بالمائة وهي نتيجة تم الحصول عليها بإضافة علاوة المخاطر المعدلة إلى سعر الفائدة الخالي من المخاطر.

ملخص التقييم باستخدام أسلوب خصم التدفقات النقدية

حساب خصم التدفقات النقدية المتوفرة لحملة الأسهم

(بالألف ريال)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
صافي الربح							
+الاستهلاك							
-الانفاق الرأسمالي	(16,840)	(21,050)	(26,313)	(32,891)	(41,113)	(51,392)	(64,240)
الزيادة/النقصان في رأس المال التشغيلي		(145,145)	(111,278)	(122,406)	(134,646)	(148,111)	(81,461)
+الزيادة في الدين طويل الأجل	-	500,000	-	-			
-مستحقات الدين					(1,600,000)		
=صافي التدفقات النقدية إلى حملة الأسهم							

تقدير معدل خصم التدفقات النقدية

سعر الفائدة عديم المخاطر	4,60%
عائد سوق الأسهم	13,48%
معامل بيتا	0,90
معدل خصم التدفقات النقدية	**12,59%**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
القيمة المخصومة للتدفقات النقدية	2,724,564	2,424,523	1,833,452	1,754,493	695,538	1,605,123	1,573,874
إجمالي القيمة المخصومة	11,037,693						

قيمة التدفقات النقدية النهائية

القيمة في السنة السابعة	2,941,971
النمو إلى ما لانهاية	3,00%
القيمة الحالية للتدفقات النقدية النهائية	17,452,255
القيمة الإجمالية للنشاط (بالألف ريال)	**28,489,949**
عدد الأسهم المتداولة	720,000,000
قيمة السهم (بالريال السعودي) في 15نوفمبر 2008	**39,57**
سعر الإقفال في 15 نوفمبر2008	19,3

القوائـــم الماليـــــة

قائمة المركز المالي

الموجودات	2003 الف ريال	2004 الف ريال	2005 الف ريال	2006 الف ريال	2007 الف ريال
	للسنة المالية المنتهية في 31 ديسمبر				
موجودات متداولة:					
نقد وما يعادله	35,934	65,537	525,619	183,645	3,346,865
استثمارات قصيرة الأجل	-	72,596	121,025	77,000	6,648
مدينون، صافي	3,885	509,284	437,851	480,659	483,561
طرف ذو علاقة مدين					
مشاريع تحت التنفيذ	1,402,614	3,725,360	7,592,911	7,935,867	2,244,735
أراضي مطورة	-	1,250,360	1,795,668	2,530,783	551,387
مصاريف مدفوعة مقدماً وأخرى	745	49,400	78,591	215,521	601,418
مجموع الموجودات المتداولة	**1,443,178**	**5,672,537**	**10,551,665**	**11,426,000**	**7,238,190**
استثمارات طويلة الأجل	-	295,258	135,000	87,510	-
صافي الموجودات الثابتة	7,451	85,063	133,525	-	-
أصول غير ملموسة	-	114	-	165,565	160,596
أراضي مطورة طويلة الأجل					2,234,451
مشاريع تحت التنفيذ طويلة الأجل					8,552,506
ستثمارات في رؤوس أموال شركات					75,000
مصروفات مؤجلة	-	-	3,611	2,512	113,585
مجموع الموجودات الثابتة	**7,451**	**375,724**	**272,136**	**255,587**	**11,136,138**
مجموع الموجودات الكلية	**1,450,629**	**6,048,270**	**10,823,802**	**11,681,588**	**18,374,328**
المطلوبات وحقوق المساهين					
مطلوبات متداولة:					
الجزء المتداول من القروض	449,410	429,946	83,826	34,530	3,052
دائنون	11,044	81,211	94,871	45,179	104,667
مصروفات مستحقة ومطلوبات أخرى	3,221	25,146	-	930	-
أرباح الأسهم المستحقة	25,745	57,038	225,477	572,097	861,882
مجموع المطلوبات المتداولة	**489,420**	**593,341**	**404,174**	**1,066,760**	**1,369,601**
ديون حكومية طويلة الأجل	543,513	814	-	-	-
مخصص مكافاة نهاية الخدمة للموظفين	696	-	1,902	3,152	4,475
حقوق الأقلية في شركات شقيقة	-	-	-	-	6,000,000
إجمالي المطلوبات	**1,033,629**	**594,155**	**406,076**	**1,069,912**	**7,374,076**
حقوق المساهمين					
راس المال	70,000	5,400,000	5,400,000	5,400,000	5,400,000
احتياطي نظامي	35,000	143,879	3,242,254	3,242,254	3,242,254
إحتياطي إتفاقي	-	1,041,025	-	-	-
أسهم خزينة					
أرباح مستبقاة	312,000	1,291,914	1,775,472	1,969,422	2,357,996
مجموع حقوق المساهمين	**417,000**	**5,458,515**	**10,417,726**	**10,611,676**	**11,000,250**
إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين	**1,450,629**	**6,052,670**	**10,823,802**	**11,681,588**	**18,374,328**

قائمـــــة الدخـــــل

	للسنة المالية المنتهية في 31 ديسمبر				
	2003	2004	2005	2006	2007
	الف ريال	الف ريال	الف ريال	الف ريال	الف ريال
إيرادات العمليات	1,323,452	2,483,561	4,196,817	4,352,587	4,925,933
تكاليف العمليات	(712,160)	(1,272,540)	(2,167,174)	(2,229,876)	(2,517,925)
مجمل ربح النشاط	**611,292**	**1,211,021**	**2,029,643**	**2,122,711**	**2,408,008**
مصاريف إدارية وعمومية	(22,448)	(29,997)	(38,828)	(40,546)	(82,855)
حصة الغير في الأرباح	(32,331)	(60,897)	(121,514)	(13,310)	(12,591)
الاستهلاك	(1,622)	(1,662)	(13,253)	(17,256)	(18,440)
الربح قبل الزكاة	**554,891**	**1,118,465**	**1,856,048**	**2,051,599**	**2,294,122**
عائد الاستثمارات	115	-	66,790	33,667	45,149
مصاريف صكوك و مرابحات	-	-	-	-	(278,079)
مصروفات أخرى	-	(819)	(1,099)	(1,099)	(24,027)
الربح قبل الزكاة	**555,006**	**1,117,646**	**1,921,739**	**2,084,167**	**2,037,165**
مخصص الزكاة	(23,704)	(28,853)	(146,268)	(270,217)	(28,591)
الربح الصافي	**531,302**	**1,088,793**	**1,775,471**	**1,813,950**	**2,008,574**
عدد الأسهم القائمة	-	-	-	540,000,000	540,000,000
ربح السهم بالريال السعودي	-	-	-	3.36	3.72

قائمـــة التدفقـــات النقديـــة

	للسنة المالية المنتهية في 31 ديسمبر				
	2003	2004	2005	2006	2007
	الف ريال	الف ريال	الف ريال	الف ريال	الف ريال
الأنشطة التشغيلية	153,708	(2,954,557)	(2,743,725)	821,784	9,649,908
الأنشطة الاستثمارية	(2,858)	(446,975)	45,217	42,218	(10,852,664)
الأنشطة التمويلية	(160,499)	3,431,135	3,158,591	(1,205,976)	4,365,976
النقد وما يعادله في نهاية السنة	**(9,649)**	**29,603**	**460,083**	**(341,974)**	**3,163,220**

معايير التحليل المالي

	2003	2004	2005	2006	2007
معايير السيولة					
معدل السيولة	2.95	9.56	26.11	10.71	5.28
معدل السيولة الفورية	0.08	1.09	2.68	0.69	2.80
صافي رأس المال التشغيلي (بملايين الريالات السعودية)	953.76	5,079.20	10,147.49	10,359.24	5,868.59
معايير النشاط					
معدلات الدوران:					
معدل دوران المبيعات إلى رأس المال التشغيلي	1.39	0.49	0.41	0.42	0.84
معدل دوران المخزون	124.71	2.04	1.42	1.03	1.63
معدل دوران الحسابات الدائنة	76.89	9.68	8.86	9.48	10.22
متوسط فترة التحصيل	4.75	37.71	41.19	38.51	35.72
الفترة اللازمة لبيع المخزون	2.93	179.32	256.51	354.09	223.40
معايير الأداء (معدلات استخدام الأصول)					
معدل المبيعات إلى إجمالي الأصول	91%	41%	39%	37%	27%
معايير الربحية (للسهم الواحد)					
الربح الإجمالي	46.2%	48.8%	48.4%	48.8%	48.9%
الأرباح التشغيلية قبل الاستهلاك	44.5%	47.6%	47.4%	47.8%	47.2%
الأرباح التشغيلية بعد الاستهلاك	41.9%	45.0%	44.2%	47.1%	46.6%
الأرباح قبل خصم الضريبة	41.9%	45.0%	45.8%	47.9%	41.4%
صافي الأرباح	40.1%	43.8%	42.3%	41.7%	40.8%
العائد على :	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
إجمالي الأصول	36.6%	29.0%	21.0%	16.1%	13.4%
رأس مال الأسهم	127.4%	19.9%	17.0%	17.1%	18.3%
إجمالي رأس المال	55.3%	33.9%	22.4%	17.3%	18.6%
متوسط الأصول	36.6%	29.0%	21.0%	16.1%	13.4%
متوسط رأس مال الأسهم	127.4%	37.1%	22.4%	17.3%	18.6%
متوسط إجمالي رأس المال	55.3%	33.9%	22.4%	17.3%	18.6%
معايير التغطية (قائمة الدخل)					
نسبة الدين إلى إجمالي رأس المال	247.9%	10.9%	3.9%	10.1%	67.0%
نسبة رأس مال الأسهم إلى إجمالي الأصول	28.7%	90.2%	96.2%	90.8%	59.9%
نسبة رأس مال الأسهم إلى إجمالي رأس المال	43.4%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

ملخص نتائج أعمال الشركة عن الربع الثالث 2008

الميزانية العمومية في:	الربع الرابع 2007 ألف ريال	الربع الأول 2008 ألف ريال	الربع الثاني 2008 ألف ريال	الربع الثالث 2008 ألف ريال
موجودات متداولة	7,238,188	6,261,319	7,139,229	7,153,521
مخزونات	0	0	0	0
استثمارات	10,861,958	12,708,364	10,844,263	11,628,968
موجودات ثابتة	160,596	156,366	151,365	146,536
موجودات أخرى	113,585	104,611	98,212	140,732
إجمالي الموجودات	18,374,327	19,230,660	18,233,069	19,069,757
مطلوبات متداولة	1,369,601	1,772,676	1,705,856	1,822,575
مطلوبات غير متداولة	6,004,476	6,004,976	6,006,672	6,007,141
مطلوبات أخرى	0	0	0	0
حقوق المساهمين	11,000,250	11,453,008	10,520,541	11,240,041
إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين	18,374,327	19,230,660	18,233,069	19,069,757

قائمة الدخل للفترة المنتهية في	الربع الرابع 2007 ألف ريال	الربع الأول 2008 ألف ريال	الربع الثاني 2008 ألف ريال	الربع الثالث 2008 ألف ريال
المبيعات	1,330,039	1,234,165	1,550,358	1,567,043
تكلفة المبيعات	702,171	647,463	714,331	707,722
إجمالي الربح	627,868	586,702	836,027	859,321
إيرادات أخرى	48,628	8,819	2,618	2,455
إجمالي الإيرادات	676,496	595,521	838,645	861,776
مصروفات الإدارة والتسويق	43,195	22,282	38,646	37,194
الإستهلاك	6,973	5,848	5,585	5,567
مصروفات أخرى	175,369	114,633	106,881	99,515
إجمالي المصروفات	225,537	142,763	151,112	142,276
إجمالي الربح قبل الزكاة	450,959	452,758	687,533	719,500
مستحقات الزكاة	28,591	0	0	0
صافي الربح	422,368	452,758	687,533	719,500

للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:
براد بورلاند
رئيس الدائرة الاقتصادية
jadwaresearch@jadwa.com

قاسم عبدالكريم
مدير أول بحوث ودراسات الأسهم
gabdulkarim@jadwa.com

أو معد التقرير

هيثم الفايــز
مدير بحوث ودراسات الأسهم
halfayez@jadwa.com

الإدارة العامة:
الهاتف 1111-279 1 966+
الفاكس 1571-279 1 966+
صندوق البريد 60677، الرياض 11555
المملكة العربية السعودية
www.jadwa.com

إخلاء المسؤولية

المعلومات ألواردة في هذا البحث (ويشار إليه فيما بعد بـــ "**البحث**") تم الحصول عليها من مصادر متعددة ويعتقد بأنها معلومات موثوق بها ودقيقة، وليس من شأن جدوى للاستثمار تأكيد أن هذه المعلومات دقيقة أو خالية من الأخطاء. ولا يجوز إعادة نسخ أو إعادة توزيع أو إرسال هذا البحث بطريقة مباشرة أو غير مباشرة لأي شخص آخر أو نشره كلياً أو جزئياً لأي غرض من الأغراض دون الموافقة الخطية المسبقة من جدوى للاستثمار.

المعلومات والآراء والترتيبات أو التوصيات الواردة في هذا البحث تم تقديمها فقط بغرض الإطلاع. ولا يعتبر هذا البحث مشورة لبيع أو دعوة لشراء أي أوراق مالية، ولا يستهدف استيفاء أي أغراض استثمارية أو مالية أو يهدف إلى تأمين احتياجات خاصة لأي مستثمر يمكن أن يطلع على هذا البحث. الشركة التي يتناولها هذا البحث ليست بالضرورة متوافقة مع الضوابط الشرعية التي تضعها شركة جدوى للاستثمار.

لا تضمن جدوى للاستثمار أو مديريها أو موظفيها أو الشركات التابعة لها أو تتعهد صراحة أو ضمناً بدقة أو صحة أو منفعة أي معلومات وردت في هذا البحث أو تتحمل بطريقة مباشرة أو غير مباشرة أي مسؤولية قانونية ناتجة عن ذلك. ليس الهدف من هذا البحث أن يستخدم أو يعتبر مشورة أو خيار أو أي إجراء آخر يمكن أن يتحقق مستقبلاً. يجب على المستثمر البحث عن رأي مستقل قبل اتخاذ أي إجراء استثماري. كما يجب أن يعي المستثمر أن دخل الاستثمارات يخضع للتقلبات السوقية حيث يمكن أن يتغير السعر في أي وقت.

يعتبر أي إجراء استثماري يتخذه المستثمر بناءاً على هذا البحث سواءً أن كان كلياً أو جزئياً هو مسئوليته الكاملة وحده. من الوارد أن يكون لجدوى للاستثمار أو مديريها أو موظفيها أو الشركات التابعة لها مصلحة مادية مرتبطة بالأوراق المالية المشار إليها.

تحتفظ جدوى للاستثمار بجميع الحقوق المرتبطة بهذا البحث. يمكن تحديث أو تغيير هذا البحث في أي وقت ودون إشعار خطي مسبق.