

## نظرة على سوق العقارات: اصلاحات تنظيمية وتوقعات بتباطؤ سوق العقارات لعام ٢٠١٥

### نظرة على سوق العقارات

إن ما يمر به سوق العقارات حالياً من حالة ركود وعدم وضوح النظرة المستقبلية للسوق، قد يؤدي إلى ضعف جاذبيته أمام الاستثمارات الرأسمالية، مما يؤدي في المحصلة إلى عدم استعداد المصارف والمؤسسات المالية إلى تحمل مخاطر كبيرة في المدى القصير نتيجة لإقراض المستثمرين والمستهلكين. على المدى القصير، بعد التراجع الأخير في المؤشرات العقارية (متوسط السعر للمتر المربع وعدد معاملات بيع وشراء واستئجار العقارات) أصبحنا نعتقد ببدء تشكل مرحلة "عق زجاجة" في سوق الأراضي السكنية والمساكن.

تتعمق مرحلة عق زجاجة عندما لا يتمكن القادمون الجدد إلى السوق من الدخول في السوق نتيجة لعدم القدرة على الحصول على رأس المال المطلوب. الهبوط الحاد في أسعار البيع المسجلة للعقارات حالة مرحلية وليست دائمة، كما يستغرق الخروج منها فترة تتراوح من المدى المتوسط إلى البعيد وعندما ترتفع القدرة الشرائية.

فيما يتعلق بالنظرة الكلية للقطاع، ستشهد بعض قطاعات المساكن تراجعا في أسعارها في عام ٢٠١٥ مع وجود توقعات بانخفاض طفيف في أسعارها على المدى البعيد. يكون التعافي في العقارات السكنية فقط عندما ترتفع السيولة المتاحة و/أو زيادة القدرة الشرائية للعقارات مما يفسح المجال أمام دخول المشترين من فئة الدخل المحدود إلى سوق العقارات السكنية على نطاق أوسع.

على المدى البعيد، يوجد فرص لدى شركات تطوير العقارات للاستفادة من الطفرة القادمة المتوقعة في السيولة نتيجة لزيادة أنشطة الإقراض وارتفاع القدرة الشرائية للعقارات.

من المتوقع أن ينعكس اتجاه عائد التأجير في المملكة على المدى المتوسط إلى البعيد، حيث نتوقع أن يبدأ العائد بالارتفاع مع تراجع أسعار الوحدات السكنية، لتتخفف معه كلاً من متوسط أسعار التأجير وأسعار البيع بينما يرتفع العائد على الأصول العقارية.

### عدم تأثر شركات القطاع بالتغيرات الأخيرة في السوق

لا نتوقع أن يكون للوضع السائد في سوق العقارات أثر كبير على قدرة أسهم شركات القطاع في تحقيق الأرباح على المدى القصير.

تراجع مؤشر قطاع التطوير العقاري بحدود ٩,٠٤٪ في اليوم التالي للاعلان الرسمي عن فرض الضرائب على الاراضي. حيث حققت شركات القطاع مكاسب منذ بداية العام حتى تاريخه بنسبة ٣١٪ مع مكرر ربحية يقارب ٢٣ مرة.

بلغ متوسط العائد على حقوق الملكية للقطاع ٦,٤٤٪ مع نهاية العام ٢٠١٤، مع توقع ارتفاعه بالنظر إلى حجم الشركات في القطاع مع نظرة مستقبلية ايجابية. نشير هنا إلى ضرورة أن تحقق الشركات تحت التغطية أرباحاً أعلى من متوسط القطاع من أجل تبرير التقييم.

نتوقع أن تحقق كل من شركتي إعمار المدينة الاقتصادية وجبل عمر للتطوير أرباحاً جيدة في عام ٢٠١٥ بنمو عن العام الماضي يقارب ٣٠٪ و ١٩٪ على التوالي.

بعد أن سجلت شركة دار الأركان تراجعا في ربح السهم خلال العام الماضي، نتوقع أن تحقق الشركة ارتفاعاً في ربح السهم للعام الحالي يقارب ١٢,٥٪ عن العام السابق، بسبب انخفاض تكاليف التمويل بشكل رئيسي، لكن نظرنا للشركة بشكل عام هي نظرة حذرة.

### الشركات الواقعة ضمن اطار تغطيتنا

اسم الشركة	السعر المستهدف خلال ١٢ شهرا (ريال سعودي)	التقييم الاستثماري	الأرباح (مليون ريال سعودي)		ربحية السهم (مليون ريال سعودي)		مكرر الربحية (مرة)*		مكرر القيمة الدفترية (مرة)*	
			٢٠١٤	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٤	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٤	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٤	٢٠١٥ متوقع
جبل عمر	٧١,٥	محايد	٤٢١,٩٨	٥٠١,٢	٠,٤٥	٠,٥٤	١٠٤,٤	١٤٠	٤,٧	٧,٢
إعمار	١٨,٧٥	زيادة مراكز	٣٧٩	٤٩٣	٠,٤٥	٠,٥٨	٣٥,٢	٣١	١,٦٢	١,٣٢
دار الاركان	٩,٤٥	محايد	٥٧٤	٦٤٦	٠,٥٣	٠,٦٠	١٥,٣٠	١٤,٤	٠,٥٠	٠,٥٩

حسب أسعار الإغلاق بتاريخ ٧ أبريل ٢٠١٥

## الإصلاحات، ديناميكية السوق ونظرة أوسع للسوق

يتأثر الوضع الحالي لسوق العقارات بشكل كبير بالإصلاحات التنظيمية، كما تعتمد النظرة المستقبلية لقطاع العقارات إلى حد كبير على مدى استجابة المتعاملين بسوق العقارات لهذه الإصلاحات والطريقة التي يمكن بموجبها وضع هذه التعليمات موضع التنفيذ (آلية إصدار التعليمات).

سيغير القرار القاضي بفرض ضرائب على الأراضي الشاغرة (الأراضي البيضاء) من ديناميكية السوق وسيعمل على توجيه الاستثمارات العقارية المباشرة تجاه تطوير هذه الأراضي بدلا من الوضع الحالي المتمثل بالاحتفاظ بهذه الأراضي بغرض الحصول على مكاسب رأسمالية عند بيعها.

إن القرار الذي فرضته مؤسسة النقد العربي السعودي (ساما) الذي يقضي بالدفع المقدم بنسبة ٣٠٪ للحصول على التمويل العقاري، يقلل إلى حد ما من النمو المتوقع في السيولة الناجمة عن الرهن العقاري، بالتالي ستؤدي هذه المعايير المقيدة إلى تراجع مبيعات العقارات من حيث الحجم والقيمة.

حاليا، لا زال موضوع السيولة في السوق العقاري من المشاكل المحتملة.

يتوقع أن تنخفض قيمة الأصول المقدمة كضمانات مع مرور الوقت سواء كانت أراضي أو مباني، بالتالي قد يقرر المقرضون عدم تحمل مخاطر التمويل في القطاع العقاري خلال العام ٢٠١٥.

تصدرت وزارة الإسكان الجهود الحكومية الأخيرة للتخفيف مما وصفه الكثيرون بـ"أزمة السكن" في المملكة. لا يتوقع أن تثمر جهود كل من وزارة الإسكان وصندوق التنمية العقارية في السوق في تحقيق أثر فوري على أسعار كل من الأراضي والمساكن بالإضافة إلى أسعار التأجير في المملكة على المدى القريب.

إن توقع ابتعاد المستهلكين عن منحني الطلب على العقارات نتيجة لتوزيع الوحدات السكنية أو الأراضي أو القروض، أو كل من الأراضي والقروض من قبل وزارة الإسكان، هي نظرة يجانبها بعض الصواب، حيث أن قراءة المعلومات المتوفرة لنا تكشف عن وجهة نظر بديلة.

بالنظر إلى الإطار التنظيمي لجهود وزارة الإسكان، نحن نعتقد أن الدفعات الأولى القليلة من الأراضي والوحدات السكنية التي سيتم منحها، ستكون لأولئك الفئة من المستهلكين الذين هم من الناحية النظرية غير موجودين فعليا في سوق العقارات (فئة محدود الدخل) للطلب على الوحدات السكنية الجديدة والأراضي، وبالتالي لن يتأثر الطلب على الوحدات السكنية من المستوى المتوسط بعروض وزارة الإسكان على المدى القريب. يتوقع ان تستمر أسعار العقارات الموجهة لفئة متوسطي الدخل حول مستوياتها الحالية ولن تتأثر بالضغط على الأسعار لتتخفف على المدى القريب.

بالإضافة لما سبق، ستقوم وزارة الإسكان أيضا بتقديم القروض التي ستؤدي إلى رفع الطلب على المساكن. إذا أخذنا بعين الاعتبار أن عدد العائلات التي تم قبول طلباتها في برنامج الإسكان، بافتراض أن نسبة معينة منهم تعيش في وحدات سكنية مستأجرة في جميع أنحاء المملكة، يمكننا التوصل إلى استنتاج أولي بأن الأثر المترتب على برنامج الإسكان سيكون محصورا في الوحدات السكنية المؤجرة بأسعار تتراوح بين منخفضة إلى متوسطة، حيث ستصبح نسبة معينة من هذه الوحدات السكنية خالية، مما سيخفض الطلب عليها بصورة كبيرة مقارنة بالمعروض منها ليصل الأمر في النهاية إلى تراجع أسعار الإيجارات. سيؤدي التحول المتوقع في عوائد وأسعار العقارات السكنية إلى توجيه الأنشطة الاستثمارية باتجاه العقارات المولدة للدخل على المدى المتوسط إلى البعيد.

## قرار فرض الرسوم (الضرائب) على الأراضي من شأنه أن يغير من حوافز واتجاهات السوق

حافز آخر يؤثر على سوق العقارات حاليا وهو فرض أحد أنواع الضرائب على الأراضي الخالية غير المستغلة (الأراضي البيضاء) التي تقع داخل حدود البلديات في جميع أنحاء المملكة، وسيكون لهذا السياسة آثار مفيدة في النهاية للصالح العام في حال تم تنفيذه بالشكل المناسب.

أن عملية فرض الرسوم على الأراضي الشاغرة غير المطورة ستعمل على خفض الاستثمار في الأراضي من أجل تحقيق مكاسب رأسمالية عند بيعها.

تشير الدراسات والاحتمالات البديلة إلى أن عملية فرض ضرائب على قيمة الأراضي البيضاء ينتج عنه انخفاض تدريجي في أسعار هذه الأراضي على الأرجح، كما لاحظنا أن بعض الدراسات لا تنطبق على السوق السعودي حيث أن ملكية الأراضي وتوزيعها يختلف بشكل جذري بالإضافة إلى أن الضرائب على الأراضي كانت جزء من ضمن جملة من الإصلاحات الضريبية، بالتالي يكون من الصعب عزل أثر ضريبة الأراضي عن بقية أنواع الضرائب.

إن فرض الضرائب للحد من المضاربة في الاسواق امر ضروري لتحقيق الهدف العام للتشريعات، حيث أن دفع رسوم التسجيل فقط يشجع على أعمال المضاربة حيث يتم شراء الأراضي والاحتفاظ بها لفترة محددة بانتظار ارتفاع أسعارها.

الحالة الوحيدة التي يمكن أن يتحمل فيها المشتري النهائي الضريبة هي عندما تطبق الضرائب على المكاسب الرأسمالية بعد إتمام الصفقة. فرض الضرائب على اساس سنوي يخفف من تمرير الضرائب إلى المشتري النهائي.

إن فرض الضريبة على الأراضي البيضاء وعلى المكاسب الرأسمالية سيحد من الاستثمار في الأراضي بهدف تحقيق مكاسب رأسمالية ويشجع على الشراء من أجل تطوير الأراضي، كما سيحد من البناء في أطراف المدن ويحد من أعمال المضاربة ليدفع باتجاه تراجع الأسعار مما يمنع من حدوث "فقاعة" عقارية.

يجب أن تكون الضرائب أو الرسوم مرتفعة بشكل كاف على الأراضي بحيث تمنع من الاحتفاظ بالأرض من أجل الاستثمار سعيا لتحقيق مكاسب رأسمالية وعدم ترك الأرض دون تطوير، ولكن لا ينبغي ان تكون مرتفعة للحد الذي يدفع مطوري الأراضي لهجر اعمالهم في هذا القطاع الهام.

لتحقيق ما ذكر أعلاه بشكل معتدل يكون من خلال ثنائية فرض الضريبة على الأراضي البيضاء مع منح الحوافز للمالكين الحاليين لتطوير ما بحوزتهم من أراضي.

على صعيد آخر، سيؤدي انخفاض أسعار الأراضي، إذا ما حصل، إلى فتح المجال أمام مطوري العقارات الجدد لدخول سوق الأراضي من خلال الاستحواذ على أراضي قابلة للتطوير بأسعار منخفضة للقيام بتنفيذ مشاريع متوسطة إلى كبيرة الحجم مع تحقيق هامش ربح جيدة، إن جاذبية السوق تكون منخفضة وغير مشجعة في مثل هذه المراحل الانتقالية.

بالنظر إلى العوامل المذكورة أعلاه، فإننا قد نجد أن التغيرات في أسعار الأراضي والوحدات تأخذ منحى مختلف من حيث نسبة التغيير.

عامل مهم آخر يجب أخذه بعين الاعتبار عند النظر إلى الوضع الحالي للسوق، وهو قدرة مالكي ومطوري العقارات على استيعاب التغيرات الناشئة على الطلب والعرض ضمن الوضع الحالي في السوق. إن درجة استعداد مالكي ومطوري العقارات وقدرتهم على التعامل مع هذه التحولات مثل التغيير في الطلب والتغيرات التنظيمية (مثل الضريبة)، يجب أن تكون عاملا مهما في تحديد المدة الزمنية لاستعادة التوازن أسعار العقارات وفقا لآلية الطلب والعرض.

## النفط عامل محفز آخر

أدى التراجع في أسعار النفط إلى وجود توقعات بين عموم المستثمرين بعام راكد لسوق العقارات. يوجد عاملين يجب أخذهما بعين الاعتبار وهما نقص البيانات والدراسات حول اثر تراجع أسعار النفط على سوق العقارات والحفاظ على مستوى الإنفاق الحكومي عند مستوى مقارب لعام ٢٠١٤. نعتقد أنه في ظل استمرار الاستقرار في أسعار النفط عند المستوى الحالي مع بدء التراجع في الإنفاق الحكومي الكلي فإن أسعار العقارات (المدخلات والمخرجات) ستتناقص، بافتراض عدم حدوث تغيرات في العوامل المؤثرة الأخرى.

## توزيع البيانات

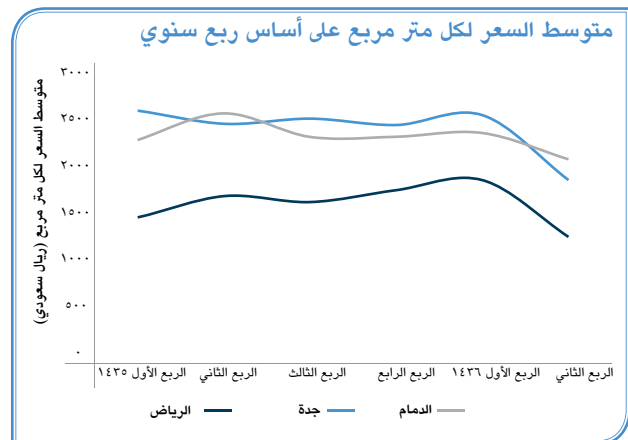
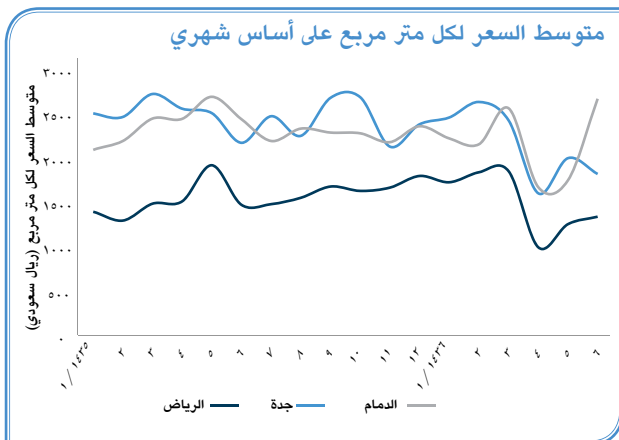
من خلال دراسة البيانات الصادرة عن وزارة العدل، تبين لنا أن العدد الاجمالي لعمليات بيع وشراء العقارات السكنية في المدن الرئيسية انخفض خلال فترة الربع الثاني من العام ١٤٣٦ بحدود ٣٣,٥٪ عن الربع المماثل من العام السابق، كما تشير هذه البيانات إلى انخفاض عدد المعاملات لهذا الربع عن الربع السابق بنسبة تعادل ١٥,٠٢٪.

الانخفاض في عدد معاملات العقار رافقه تراجع في القيمة الاجمالية للمعاملات العقارية، حيث سجلت تراجعاً في الربع الثاني من عام ١٤٣٦ بحدود ٣٨٪ عن الربع المماثل من العام السابق وتراجع بنسبة ٢٤,٣٨٪ عن الربع السابق.

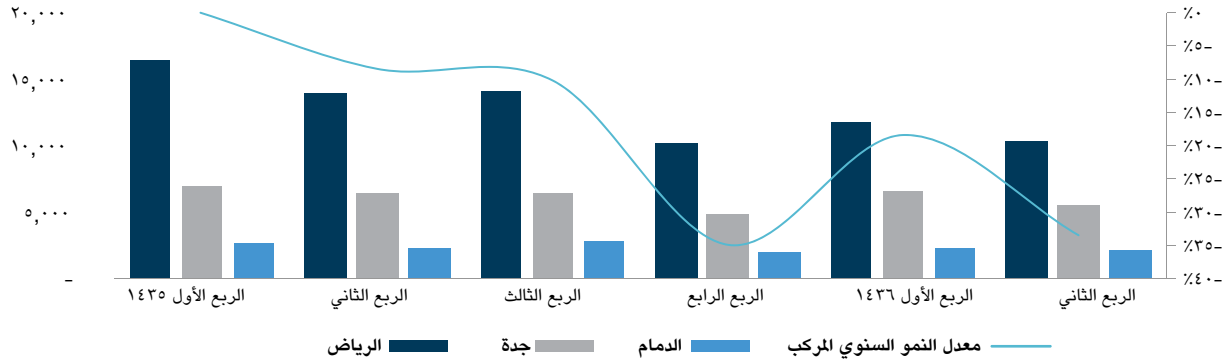
انخفض متوسط سعر المتر المربع في المدن الثلاث الرئيسية، حيث تراجع متوسط سعر المتر المربع في الرياض بحدود ٢٦,٨٨٪ خلال الربع محل الدراسة مقارنة بالربع المماثل من العام السابق، يليه متوسط سعر المتر المربع في كل من مدينة جدة والدمام بنسب بلغت ٢٥,١٠٪ و ١٩,٦٠٪ على التوالي.

يجب علينا التركيز على أن هذه التراجعات تأتي مصاحبة لانخفاض في العدد الاجمالي للمعاملات، مما يعني أن ظاهرة الهبوط الحاد في الأسعار المسجلة هو أمر مرحلي سينتهي حال الخروج من حالة الجمود الحالية في السوق.

كل ما هو مطلوب للخروج من مرحلة الجمود هو توفر السيولة، سواء أكان ذلك على شكل تسهيلات ائتمانية أو زيادة في القدرة الشرائية للعقارات، وعندها فقط يمكن لسوق العقارات أن يوفر قيمة عادلة ومستدامة على المدى الطويل مع درجة أقل من التذبذب.

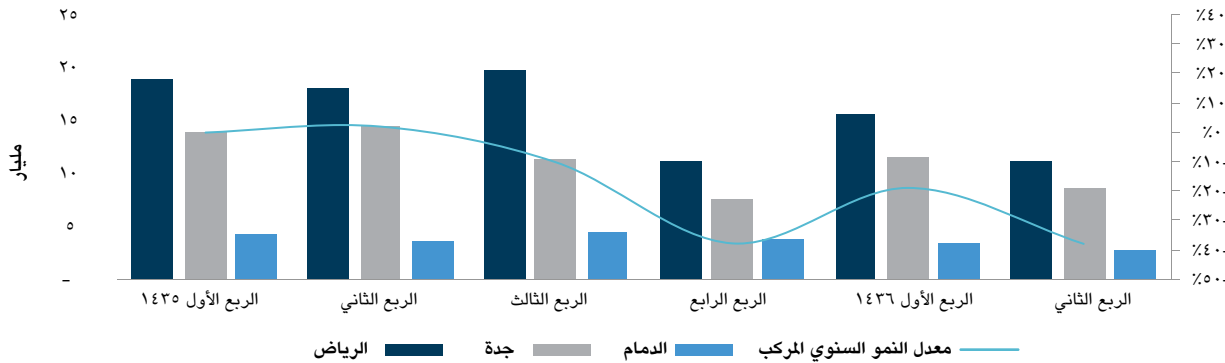


العدد الاجمالي لمعاملات العقارات السكنية



المصدر: وزارة العدل، الجزيرة كابيتال

اجمالي قيمة الصفقات السكنية



المصدر: وزارة العدل، الجزيرة كابيتال

اهم المعلومات لشركات القطاع ١

منذ بداية العام لغاية الان	العائد على متوسط حقوق الملكية	مكرر القيمة الدفترية	مكرر الربحية	السعر	
٤٩,٩٠%	٦,١٠	٧,٧٨	١٢٢,٦٠	٧٨,٧١	جبل عمر
١٣,٥٢%	٤,٦٠	١,٤١	٣٠,٤٢	١٣,٥٢	إعمار
٦,٠٢%	٣,٣٣	٠,٥٣	١٦,٥٨	٨,٦٢	دار الأركان
٢٩,١٤%	٤,٤١	١,٨٩	٥١,٣٠	١٠١,٥٨	مكة للإشياء والتعمير
٥,١٤%	٣٢,٤٤	١,٦١	٥,٢٨	٤٢,٧٩	طيبة القابضة
٦,٠٨%	١١,١٧	١,٦٩	١٤,٩٦	٢١,٦٤	الرياض للتعمير
٣٢,٩٠%	-	٢,٤٢	-	٢٢,٥٠	مدينة المعرفة الاقتصادية
٨,٦٣%	٨,٢٥	١,٢٤	١٥,٤٣	٣٥,٧٩	العقارية السعودية
٣١,٥٤%	٦,٣٤	٢,٠٢	٣٣,٨٩	٧٨٠٤	قطاع العقارات

المصدر: بلومبيرغ، \* ارباح استثنائية

"محايد"

التقييم

"محايد"

التقييم السابق

السعر المستهدف (١٢ شهراً) ٩,٤٥ ريال سعودي

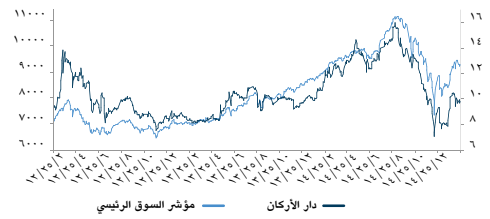
السعر المستهدف السابق (١٢ شهراً) ١٣,٧٠ ريال سعودي

السعر الحالي ٨,٦٢ ريال سعودي

التغير المتوقع في السعر

٧,٧٧%

## سعر السهم وحركة السوق



شركة دار الأركان للتطوير العقاري: تعافى طفيف في العام ٢٠١٥ بعد تراجع صافي الربح. قيام وكالة ستاندرد اند بور بتخفيض النظرة المستقبلية للشركة من مستقرة إلى سلبية

يبلغ سعرنا المستهدف لسهم دار الأركان ٩,٤٥ ريال سعودي؛ وذلك نستمر في تقييمنا للسهم على أساس "محايد". بناء على نظرتنا للأرباح، فإن التوقعات لكل من مكرر الربحية ومكرر القيمة الدفترية تبلغ ١٥,٧ مرة و٠,٥٦ مرة على التوالي.

حققت شركة دار الأركان أرباحاً سنوية للعام ٢٠١٤ بمستوى يعادل أقل من التوقعات لها، حيث بلغت الإيرادات ٣,٠٥٦ مليون ريال سعودي للعام ٢٠١٤، بينما بلغ صافي الربح ٥٧٤ مليون ريال سعودي. بلغت ربحية السهم في نهاية العام ٠,٥٣ ريال سعودي لتراجع بذلك بنسبة تقارب ١٦% عن ما تم تسجيله في العام الماضي بما يبلغ ٠,٦٣ ريال سعودي.

سجلت الشركة أقل معدل للعائد إلى متوسط حقوق الملكية لـ ٣,٣٪، مما يجعلنا نعتقد أن الشركة غير قادرة على الاستغلال الكامل للاصول الكبيرة المدارة من قبل الإدارة.

نتوقع أن تحقق الشركة نتائج أفضل بقليل في عام ٢٠١٥، حيث نتوقع نمو الإيرادات بنسبة ٥,٢٪ وزيادة صافي الربح بحدود ١٢,٥٪. كنتيجة رئيسية لانخفاض رسوم التمويل وزيادة المبيعات من تطوير الأراضي.

نتوقع الشركة أن تعتمد في عامي ٢٠١٥ و٢٠١٦ على مبيعات الأراضي المطورة ودخل التأجير من العقارات التي تقع ضمن محفظة دار الأركان. نتوقع الشركة أن تقوم بتشغيل العقارات المؤجرة بمعدلات اشغال أعلى خلال العام مع الاحتفاظ بالاصول المؤجرة.

استحوذت شركة دار الأركان خلال العام ٢٠١٤ على مساحة واسعة من الأرض تقارب ٧ مليون متر مربع تقع معظمها في المناطق الغربية والشرقية. نتوقع أن تستحوذ الشركة خلال العام ٢٠١٥ على المزيد من الأراضي وأن تستثمر في الوقت ذاته في تطوير الأراضي.

قامت الشركة بدفع الجزء المستحق من الصكوك البالغة قيمتها ١,٦٨٧ مليون ريال سعودي في شهر فبراير ٢٠١٥ باستخدام رصيدها النقدي، مما سيكون له أثر في تغيير نسب المديونية للشركة، لتراجع نسبة الدين إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والذكاة والاستهلاك والإطفاء (EBITDA) من ٤,٥ مرة

في عام ٢٠١٤ إلى ٤ مرة في عام ٢٠١٥. يتوقع أن يكون هنالك مزيداً من الديون على الشركة خلال العام الحالي، حيث تسعى الشركة للحفاظ على مركز نقدي جيد وتمويل المزيد من الاستحواذات وأعمال التطوير.

## مخاطر يجب أخذها بعين الاعتبار

تتبع المخاطر التي تتعرض لها الشركة من التأخرات المستمرة في المشاريع المجدولة بجانب الزيادة والتذبذب الكبير في الذمم المدينة خلال الربعين الثالث والرابع لعام ٢٠١٤، الأمر الذي سينعكس على نوعية الأرباح. يوجد لدينا مخاوف أخرى على المدى المتوسط تدور حول قدرة الشركة على تحمل الهبوط في أسعار الأراضي والآثار المحتملة على الهوامش نتيجة للتطورات المستمرة في سوق العقارات واعتماد الشركة على مبيعات الأراضي.

ينبغي أن نلاحظ أن شركة دار الأركان هي في وضع يمكنها من استغلال مخزونها من الأراضي وخبرتها في التطوير العقاري للاستفادة من الطفرة المتوقعة في قطاع التطوير العقاري على المدى الطويل.

بذلت شركة دار الأركان جهوداً لزيادة مصادر الدخل المتكررة، إلا أنه لا زالت مساهمتها الحالية بالنسبة إلى مزيج الإيرادات أقل من ٥% ولا يتوقع أن ترتفع كثيراً على المدى المتوسط بدون أن يكون هنالك استحواذات أو أعمال تطوير من قبل الشركة.

صنفت وكالة ستاندرد أند بورز للتصنيف الائتماني للشركات لشركة دار الأركان عند B+ وعدلت من نظرتها للشركة من مستقرة إلى سلبية.

## المؤشرات المالية الرئيسية

٢٠١٣	٢٠١٤	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٦ متوقع
٢,٩٣١	٣,٠٥٦	٣,٢١٦	٣,٣٤٩
(١٧,٦%)	٤,٣%	٥,٢%	٤,١%
٦٨١	٥٧٤	٦٤٦	٦٨٤
(٣١,١%)	(١٥,٧%)	١٢,٥%	٥,٩%
٠,٦٣	٠,٥٣	٠,٦٠	٠,٦٣
٤,١	٣,٣	٣,٥	٣,٦٢
٢,٨	٢,٢	٢,٣	٢,٧
١٣,٢٥	١٥,٣٠	١٤,٤	١٣,٧٣
٠,٥٠	٠,٥٠	٠,٥٩	٠,٦١
١٣,٢٠	١١,٧٠	١٧,١٤	١٥,٨٨

### شركة إعمار المدينة الاقتصادية: نظرة متفائلة، عام استثنائي منتظر

قمنا بتحديث تقييمنا لسهم الشركة إلى اساس "زيادة المراكز" مع تعديل لسعرنا المستهدف للسهم ليصل إلى ١٨,٧٥ ريال سعودي.

أعلنت شركة إعمار عن نتائجها السنوية لعام ٢٠١٤؛ لتظهر نموا في الإيرادات وفي صافي الربح (ربحية السهم: ٠,٤٥ ريال سعودي) بنسب ٢٧,٧٪ و ٣٨٪ على التوالي. يتوقع ان تحقق الشركة مزيدا من النمو خلال العامين ٢٠١٥ و ٢٠١٦. نتوقع ان تسجل الشركة ارباح قياسية في العام ٢٠١٥ بدعم من ارتفاع مبيعات الوحدات السكنية.

نتوقع ان يصل النمو في إيرادات شركة إعمار السنوية لعام ٢٠١٥ الى ١٢٢٪ ليلعب ما يقارب ٢,٣٦٧ مليون ريال سعودي، بينما يتوقع ان يبلغ صافي الربح في نهاية العام الى ٤٩٣ مليون ريال سعودي ليسجل نموا بحدود ٣٠٪. نعتقد ان وتيرة النمو في الشركة ستستمر خلال الاعوام القادمة لتسجل استقرارا في معدلات النمو واختلافات اقل في مستوى الأداء الربع السنوي خلال الفترة التي تلي عام ٢٠١٦.

جاءت نظرنا الايجابية لشركة إعمار المدينة الاقتصادية مدفوعة بصورة رئيسية من قدرة الشركة في الاستفادة من الوادي الصناعي والأراضي السكنية المتوفرة.

أظهرت النتائج المالية لإعمار مدى تمتعها بمركز سيولة جيد يمكنها بدرجة نسبية من إدارة الديون المرتفعة فيها. يستحق سداد الدفعة الأولى من قرض وزارة المالية بقيمة ٥ مليار ريال سعودي خلال شهر يونيو ٢٠١٥ بالإضافة الى القرض المتداول (الحالي) البالغ ٧٥٣ مليون ريال سعودي. نعتقد ان المتوسط المرجح لتكلفة الديون الجاذب بجانب خطط مشاريع التطوير الكبيرة في المستقبل والتي لا زالت قيد التنفيذ ستمكن الشركة من ادارة الديون طويلة الأجل.

من الجدير بالذكر ان الشركة قد وقعت في نهاية الربع الرابع ٢٠١٤ اتفاقية تمويل مع بنك تجاري بقيمة ١,٢٥٠ مليون ريال سعودي وتسهيلات تمويل مرابحة اسلامية بقيمة ٢٠٠٠ مليون ريال سعودي خلال نفس الربع.

باستثناء تسهيلات القروض، بلغت نسبة صافي الدين الى الربح قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والاطفاء (EBITDA) كما في نهاية العام ٢٠١٤ حدود ٣,٩٥ مرة، وكما نتوقع

ان تحافظ الشركة على هذه النسبة خلال العامين القادمين حيث أنها ستحقق الهيكل المستهدف لرأس المال.

يصاحب النمو الكبير لشركة إعمار خلال السنوات القادمة ارتفاع سنوي كبير للنفقات الرأسمالية خلال العامين ٢٠١٥ و ٢٠١٦ التي من شأنها ان تشكل ضغطا طفيفا على التدفقات النقدية الحرة خلال هذه المدة.

لا نتوقع ان تقوم الشركة بدفع توزيعات ارباح على المدين القريب والمتوسط نظرا الى حجم ومتطلبات مشاريع الشركة.

يتم تداول سهم شركة إعمار المدينة الاقتصادية بمكرر ربحية متوقع يبلغ ٣٠,٢ مرة، وبسعر مستهدف يبلغ ١٨,٧٥ ريال سعودي للسهم، كما نتوقع مكرر ربحية للعام ٢٠١٦ بمقدار ١٣,٣ مرة.

#### "زيادة المراكز"

التقييم

"محايد"

التقييم السابق

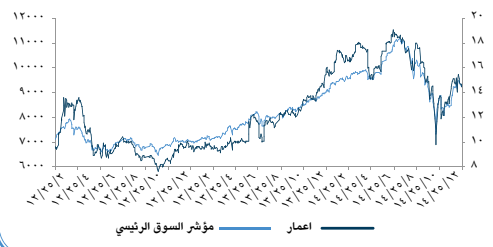
السعر المستهدف (١٢ شهرا) ١٨,٧٥ ريال سعودي

السعر المستهدف السابق (١٢ شهرا) ١٦,٠٦ ريال سعودي

السعر الحالي ١٣,٥٠ ريال سعودي

التغير المتوقع في السعر ٢٨٪

#### سعر السهم وحركة السوق



#### بيانات الشركة

.SE	كود رويترز
AB	كود بلومبرغ
المملكة العربية السعودية	الدولة
التطوير العقاري	القطاع
تداول	الإدراج الرئيسي
١٢,٦٦٥ مليون ريال سعودي	القيمة السوقية (مليون ريال سعودي)
٩,٧٥ / ١٩,٣٥	أعلى/أدنى سعر خلال ٥٢ أسبوع (ريال سعودي)

#### المؤشرات المالية الرئيسية

٢٠١٦ متوقع	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٤	٢٠١٣	
٤٥٨٠	٢٣٦٧	١٠٦٤	٨٣٣	الإيرادات
٪٩٣,٥	٪١٣٢,٤	٪٢٧,٧	٪٥٣	النمو في المبيعات (%)
١٢٠١	٤٩٣	٣٧٩	٢٧٢	صافي الربح
٪١٤٣,٦	٪٣٠	٪٣٨,٨	٪٤٤	النمو في صافي الربح (%)
٪٢٦,٢	٪٢٠,٨٢	٪٣٥,٦	٪٣٢,٨	هامش الربح
١,٤١	٠,٥٨	٠,٤٥	٠,٣٢	ربح السهم
١٢,١	٥,٧	٤,٦	٣,٥٠	العائد على متوسط حقوق الملكية
٤,٣	٢,٣	٢,٣	١,٩٠	العائد على متوسط الاصول
١٢,٧	٣١	٣٥,٢	٢٦,١٠	مكرر الربحية (مرة)
١,٠٦	١,٣٢	١,٦٢	٠,٩١	مكرر القيمة الدفترية (مرة)
١١,٠٦	٢٢,٧٢	٣١,٥٣	٢٢,٦٦	EV/EBITDA (مرة)

التقييم	"محايد"
التقييم السابق	"محايد"
السعر المستهدف (١٢ شهرا)	٧١,٥ ريال سعودي
السعر المستهدف السابق (١٢ شهرا)	٤٩,٩ ريال سعودي
السعر الحالي	٧٨,٧١ ريال سعودي
التغير المتوقع في السعر	(٩,١%)

جبل عمر للتطوير: معدلات نمو مرتفعة، أساسيات جاذبة ويتوقع أن يكون عام ٢٠١٥ هو الأفضل. من الصعب التفاوض عن التقييم المرتفع الحالي.

نستمر في تقييمنا لسهم جبل عمر على أساس "محايد" مع تعديل لسعرنا المستهدف له ليبلغ ٧١,٥ ريال سعودي.

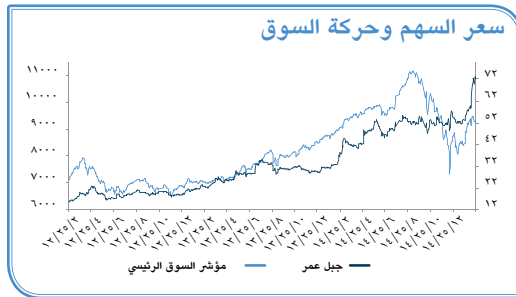
حققت شركة جبل عمر للتطوير صافي ربح للربع الأول من السنة المالية ١٤٣٦ بقيمة ١٤٩,٣٠ مليون ريال سعودي مقابل ما تم تحقيقه من صافي خسائر للربع المماثل من العام السابق بقيمة ٢,٣٥ مليون ريال سعودي. كانت مبيعات الوحدات المكون الأكبر لإيرادات الربع الأول ١٤٣٦ هـ بمعدل ٧٥٪، يليها إيجارات العقارات التجارية بمعدل ١٣,٢٪ وعقارات الضيافة بمعدل ١١,٦٪. من العام السابق بنسبة ٩٠٠٪ مقابل ٢٣,٨ مليون ريال سعودي للربع المماثل من العام السابق.

نعتقد ان عام ٢٠١٥ سيكون عاما قياسيا للشركة، حيث نتوقع ان تسجل إيرادات بقيمة ١,١٢٢ مليون ريال سعودي وصافي ربح بقيمة ٥٠١,٢ مليون ريال سعودي، وذلك بنمو يبلغ ١٩٪ في صافي الربح.

يستند هذا التقييم الى اعلان الشركة عن طرح ٢٣ وحدة للمزاد العلني في منطقة S1 لهذا العام بقيمة ٣٥٠,٥ مليون ريال سعودي بمتوسط سعر ١٥,٢٤ مليون ريال سعودي للوحدة. هذا وقد باعت الشركة ٢٠ وحدة في المزاد خلال العام الماضي بقيمة ٧٨٣,٩ مليون ريال سعودي، ليلعب السعر المتوسط للوحدة الواحدة ما يقارب ٣٩,١٩ مليون ريال سعودي و ما قيمته ١٣٢,١٥٠ ريال سعودي للمتر المربع الواحد. لدى شركة جبل عمر ٢٠٤ وحدة سكنية قيد التطوير، ٨٦ منها ضمن المرحلة الاولى بمتوسط مساحة يبلغ ١٧٥ متر مربع للوحدة.

أعلنت الشركة في الربع الاول ٢٠١٥ عن استكمالها ما يقارب ٩٠٪ من المرحلة الأولى التي تشمل بناء أربع منصات وعشرة أبراج و ٨٦ وحدة سكنية (فلل وشقق). يتضمن الجزء التشغيلي للمرحلة الاولى حاليا من أجنحة هيلتون والمنطقة التجارية S1. لا نتوقع ان تعلن الشركة عن اي تأخير مهم في المشروع.

يتوقع أن تصنيف الشركة أيضا ثلاثة فنادق (بإجمالي غرف وأجنحة يصل الى ١٥٢٦) إلى دخلها التشغيلي مع نهاية العام الحالي، بينما يتوقع أن تتمكن الشركة من إضافة ٤٢٦ غرفة وجناح خلال النصف الاول من هذا العام. سيتم تشغيل المنطقة التجارية S2 هذا العام ويتوقع ان تصنيف لإيرادات الشركة في الربع الاول.



## بيانات الشركة

.SE	كود رويترز
AB	كود بلومبرغ
المملكة العربية السعودية	الدولة
التطوير العقاري	القطاع
تداول	الإدراج الرئيسي
٦٤,٥٩٣ مليون ريال سعودي	القيمة السوقية (مليون ريال سعودي)
٧٧,٢٥ / ٣٣,٨٠	أعلى/أدنى سعر خلال ٥٢ أسبوع (ريال سعودي)

تحسنت مديونية شركة جبل عمر في الاونة الأخيرة، حيث اعادت الشركة هيكلة ديونها بشروط اكثر تفضيلية في الربع الاول ٢٠١٥، حيث تمنح الشروط الجديدة فترة سماح اطول وتمديد لمدة القرض من ثماني إلى اثني عشرة سنة، مما سيخفض بشكل كبير من الرسوم المالية السنوية. تم إضافة بند جديد يسمح للشركة بدفع توزيعات الارباح في حال وجود فائض في الأرباح.

لن يؤثر ركود السوق العقاري على شركة جبل عمر، حيث أن حافز النمو في إيرادات الشركة يأتي من قطاع الضيافة و السياحة الدينية في منطقة الحرم المكي. يتم تداول سهم الشركة حاليا بمكرر ربحية متوقع للعام ٢٠١٥ بحدود ١٢٢,٦ مرة ومكرر ربحية متوقع للعام ٢٠١٦ يعادل ٩١,٥ مرة. من الصعب أن يكون النمو في ربحية السهم المتوقع للعام ٢٠١٦ البالغ بحدود ٨١,٧٪ مبررا لمكرر الربحية العالي. عموما، يجب ان ننوه إلى أن الشركات التي لديها نمو غير اعتيادي في الأداء المتوقع مستقبلا بالمقارنة مع السوق، تتطلب تقييما عاليا. لوضع الأمور في إطارها الصحيح، يبلغ مكرر PEG\* يبلغ بحدود ١,٠٥ مرة عند سعرنا المستهدف البالغ ٧١,٥ ريال في إشارة الى ان النظرة المستقبلية للشركة عند مستوى سعرنا المستهدف تبرر إلى حد ما التقييم السعري للشركة.

## المؤشرات المالية الرئيسية

٢٠١٦ متوقع	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٤	٢٠١٣	
١٦٠١	١١٢٢	٧٢١,١٧	٤٥,٥٩	الإيرادات
٪٤٢,٦	٪٥٣,٤	٪١٥٠٠	-	النمو في المبيعات (%)
٧٦٦,٩	٥٠١,٢	٤٢١,٩٨	(٣٢,٥٣)	صافي الربح
٪٥٣	٪١٨,٧٢	-	-	النمو في صافي الربح (%)
٪٤٧,٩	٪٤٤,٦٥	٪٥٨	-	هامش الربح
٠,٨٢٥	٠,٥٤	٠,٤٥	(٠,٠٣)	ربح السهم
٧,٢٤	٥,١١	٤,٥٤	-	العائد على متوسط حقوق الملكية
٤,٠٨	٢,٧٠	٢,٢٧	-	العائد على متوسط الاصول
٩١,٥	١٤٠	١٠٤,٤	-	مكرر الربحية (مرة)
٦,٦	٧,٢	٤,٧	٣,٠٠	مكرر القيمة الدفترية (مرة)
٨١,٢	١٢٥,١	١١٢,٣	-	EV/EBITDA (مرة)

مساعد المدير العام - الأبحاث  
عبد الله علاوي  
+٩٦٦ ١١ ٢٢٥٦٢٥٠  
a.alawi@aljaziracapital.com.sa

محلل أول  
طلحة نزر  
+٩٦٦ ١١ ٢٢٥٦١١٥  
t.nazar@aljaziracapital.com.sa

محلل  
سلطان الفاضي  
+٩٦٦ ١١ ٢٢٥٦٣٧٤  
s.alkadi@aljaziracapital.com.sa

محلل  
جاسم الجبران  
+٩٦٦ ١١ ٢٢٥٦٢٤٨  
j.aljabran@aljaziracapital.com.sa

المدير العام لخدمات الوساطة والمبيعات  
علاء اليوسف  
+٩٦٦ ١١ ٢٢٥٦٠٠٠  
a.yousef@aljaziracapital.com.sa

المدير العام المساعد -  
رئيس الوساطة الدولية والمؤسسية  
لؤي جواد المطوع  
+٩٦٦ ١١ ٢٢٥٦٢٧٧  
lalmutawa@aljaziracapital.com.sa

المدير العام المساعد - المنطقة الشرقية ومنطقة  
القصيم  
عبد الله الرهيط  
+٩٦٦ ١١ ٣٦١٧٥٤٧  
aalrahit@aljaziracapital.com.sa

المدير العام المساعد - مجموعة خدمات الوساطة  
والمبيعات بالمنطقة الوسطى  
سلطان إبراهيم المطوع  
+٩٦٦ ١١ ٢٢٥٦٣٦٤  
s.almutawa@aljaziracapital.com.sa

المدير العام المساعد - رئيس المراكز الاستثمارية  
للمنطقة الغربية والجنوبية والخدمات المساندة البديلة  
عبد الله فايد المصباحي  
٦٦١٨٤٠٠ ١٢ ٩٦٦٠  
a.almisbahi@aljaziracapital.com.sa

المدير العام المساعد - رئيس الوساطة المؤسسية  
وساطة المؤسسات  
سامر الجاعوني  
+٩٦٦ ١٢٢٥٦٣٥٢  
s.alJoouni@aljaziracapital.com.sa

تعد شركة الجزيرة للأسواق المالية (الجزيرة كابيتال) الزراع الاستثماري لبنك الجزيرة، وهي شركة سعودية مساهمة مغلقة متخصصة في أعمال الأوراق المالية، وملتزمة 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 استثمارية لقصة نجاح طويلة في سوق الأسهم السعودية حافظت خلالها لسنوات عدة على الريادة والتي تطمح 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 تغيير 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. بناء 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 يدرس تأثير هذه القرارات على وضعه المالي والقانوني والضريبي وغيره قبل الدخول بهذه الاستثمارات أو تصفيتها جزئياً أو كلياً. إن أسواق الأسهم والسندات والمتغيرات الاقتصادية الجزئية والكلية ذات طبيعة متغيرة وقد تشهد تقلبات مفاجئة بدون سابق إنذار، لذلك قد يتعرض المستثمر في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى لمخاطر 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 تقوم شركة الجزيرة للأسواق المالية بتقنين هذه المعلومات بشكل مستقل، لذلك قد يحدث أن تكون هذه المعلومات مختصرة وغير كاملة، وبناء 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 والتوصيات بخصوص الآفاق 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 أوراق مالية أخرى يتضمنها هذا التقرير بشكل مباشر وقت إصدار هذا التقرير، لكن كاتبو هذا التقرير و/ أو زوجاتهم / أولادهم قد يمتلكون أوراق مالية / حصص في الصناديق المفتوحة للجمهور المستثمرة في الأوراق المالية المذكورة في هذا التقرير كجزء من محفظة متنوعة والتي تدار من قبل طرف ثالث. 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 قبل النشر، ما عدا أولئك الذين يسمح لهم مركزهم الوظيفي بذلك، و/ أو الأطراف الرابعة الذين التزموا باتفاقيات الحفاظ على سرية المعلومات مع الجزيرة كابيتال. قد تملك الجزيرة كابيتال و/ أو الشركات التابعة لها حصصاً في الأوراق المالية المذكورة في هذا التقرير بشكل مباشر، أو بشكل غير مباشر عن طريق صناديق استثمارية تديرها و/ أو ضمن صناديق استثمارية تدار من قبل أطراف ثالثة. قد تكون إدارة المصرفية الاستثمارية للجزيرة كابيتال في طور المباحثات للحصول أو حصلت فعلاً على صفقة أو صفقات من قبل الشركات موضوع هذا التقرير. قد يكون أحد أعضاء مجلس الإدارة في شركة الجزيرة للأسواق المالية أو أحد مدراءها التنفيذيين، أو أكثر من فرد واحد، عضو / أعضاء في مجلس إدارة أو الإدارة التنفيذية في إحدى الشركات المذكورة في هذا التقرير أو الشركات التابعة لها. 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 المتقنية لهذا التقرير الالتزام بهذه القيود، والقبول بهذا التقرير يعني قبول الالتزام بالقيود السابقة.

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

الإدارة العامة: طريق الملك فهد، ص.ب. ٢٠٤٢٨ الرياض ١١٤٥٥ المملكة العربية السعودية، هاتف: ٠١١-٢٢٥٦٠٠٠ فاكس: ٠١١-٢٢٥٦٠٦٨

شركة الجزيرة للأسواق المالية (الجزيرة كابيتال) شركة مساهمة سعودية مغلقة مرخصة من هيئة السوق المالية ترخيص رقم (٧٦ - ٠٧ - ٣٧)

www.aljaziracapital.com.sa | ٨٠٠ ١١٦ ٩٩٩٩