



إدارة البحوث

بريتيش ديفاسي، سي اف آيه

Tel 966 11 211 9370, devassyp@alrajhi-capital.com

## تغطية قطاع الرعاية الصحية

### نمو مؤكد، ولكن التقييم هو العامل الرئيسي

لقد ظل الاستثمار في البنية التحتية للرعاية الصحية في المملكة العربية السعودية، بصورة تاريخية، دون المستوى المطلوب، مما أدى إلى حدوث فجوة بين العرض والطلب لخدمات الرعاية الصحية. وقد أدت العديد من المبادرات الحكومية، مثل التأمين الصحي الإلزامي لغير السعوديين وللمواطنين السعوديين في المؤسسات الخاصة، والقروض الخالية من الفوائد لبناء المستشفيات، إلى استثمارات كبيرة في هذا القطاع في الآونة الأخيرة. ورغم ذلك، فإن الطلب لا يزال مستمرا في تجاوز العرض، ويتضح ذلك من فترات الانتظار الطويلة للحصول على الخدمات الصحية ومعدلات استغلال الطاقة الاستيعابية المرتفعة في المستشفيات. إننا نتوقع أن تستمر الشركات العاملة في القطاع الخاص في توسعة شبكات مستشفياتها، مما سينعكس في تحقيق نمو قوي لشركات الرعاية الصحية من القطاع الخاص. وسوف يحصل هذا القطاع على مزيد من الدعم، إذا تم تنفيذ خطة الحكومة الرامية إلى إدخال جميع المواطنين السعوديين في مظلة التأمين الإلزامي. إضافة إلى ذلك، هناك مجموعة من العوامل الهيكلية، مثل تزايد عدد السكان السعوديين بمعدلات سريعة، وارتفاع الرواتب وارتفاع حالات الأمراض الناجمة عن أنماط الحياة العصرية الجديدة وتزايد أعداد المسنين، من شأنها زيادة النمو في المدى البعيد. ومع أن نظرتنا ايجابية من ناحية المقومات الأساسية للقطاع، نظراً للكاهل من المشاريع المتوقع لها أن تؤتي ثمارها في المدى المتوسط، فإن معظم أسهم شركات قطاع الرعاية الصحية، قد استوعبت بالفعل احتمالات النمو من منظور التقييم. وسوف نبدأ تغطيتنا لهذا القطاع، بتغطية شركات المستشفيات الأربع المسجلة في السوق وهي، دله (تصنيف محايد يتضمن المحافظة على المراكز في سهمها مع سعر مستهدف يبلغ 125 ريال، واحتمال لارتفاع سعر السهم بنسبة 7%)، وشركة ماساة (توصية بزيادة المراكز في السهم مع سعر مستهدف يبلغ 140 ريال، واحتمال لارتفاع سعر السهم بنسبة 14%) وشركة رعاية (توصية بالمحافظة على المراكز مع سعر مستهدف للسهم يبلغ 80 ريال، واحتمال لارتفاع سعر السهم بنسبة 2%) ثم شركة مستشفى الحمادي (توصية بخفض المراكز في السهم، مع سعر مستهدف للسهم يبلغ 78 ريال، واحتمال لانخفاض سعر السهم بنسبة 19%).

**خطط التوسع تعزز النمو في المدى القريب:** تقوم شركات الرعاية الصحية في المملكة العربية السعودية، وخاصة في الرياض، بالتوسع بشكل كبير في مستشفياتها/مراقفها، وخاصة في الرياض، مدعومة بالمبادرات الحكومية، لتلبية الطلب المرتفع، وتدني استثمارات القطاع تاريخياً في البنية التحتية للرعاية الصحية. إن خطط التوسع لهذه الشركات والطلب القوي، هو الذي دفعنا لعمل توقعات عالية لنمو الطلب لجميع شركات الرعاية الصحية المذكورة الأربع المذكورة التي نقوم بتغطيتها. وتشمل التحديات الرئيسية التي تجابه هذا التوسع، التعاقد مع العمالة مع المحافظة على مستويات السعودة المطلوبة، والسي على تأخيرات أعمال الإنشاءات.

**العوامل المحركة في المدى البعيد سليمة، ويدعمها التأمين:** سوف يستمر تنفيذ التأمين الصحي الإلزامي للسعوديين والأجانب (إلى جانب عوائلهم) العاملين في مؤسسات الأعمال الخاصة، محققاً الفائدة لشركات القطاع الصحي الخاص. بيد أن العامل المحفز الرئيسي في المستقبل يتمثل في نظام التأمين الصحي الإلزامي المقترح للمواطنين السعوديين، الذي نعتقد أنه سوف يتم تنفيذه على مراحل. وتدرس الحكومة السعودية أيضاً إمكانية جعل التأمين الصحي الزامياً للأجانب الذين يزورون المملكة ومضاعفة نطاق تغطية التأمين الطبي. ورغم أن هذه الإجراءات ربما تستغرق بعض الوقت لتؤتي ثمارها، إلا أن قطاع الرعاية الصحية الخاصة سوف يستمر في الاستفادة من الأوضاع، طالما لم تنخفض فترات الانتظار الطويلة للحصول على مواعيد العلاج الطبي، وتنخفض كذلك معدلات الطاقة الاستيعابية للمستشفيات. إن عوامل تحريك النمو الهيكلية الإيجابية الأخرى للقطاع، مثل تزايد عدد السكان السعوديين بمعدل كبير والزيادة في الرواتب وارتفاع حالات أمراض العصر وتزايد أعداد المسنين، سوف تضمن نمواً عالياً للقطاع في المدى البعيد.

**قطاع جذاب، والتقييمات المرتفعة تترك إمكانات محدودة لارتفاع أسهم شركاتها:** في حين أن نظرتنا ايجابية تجاه المقومات الأساسية لهذا القطاع، فإنه لا تزال لدينا بعض الشكوك حول مستويات التقييم الحالية، نظراً لأننا نعتقد أن هناك إمكانية محدودة لارتفاع أسعار الأسهم عن مستوياتها الحالية. لقد بدأنا تغطيتنا بتصنيف يشتمل على توصية بزيادة المراكز في شركة ماساة، وتقييم محايد لشركتي دله ورعاية متضمناً التوصية بالمحافظة على المراكز في سهميهما، بينما قمنا بخفض تقييمنا لشركة الحمادي، متضمناً التوصية بخفض

### مواضيع رئيسية

تعمل المستشفيات في المملكة العربية السعودية على توسعة طاقتها الاستيعابية بشكل مضطرب، وبخاصة في مدينة الرياض، وذلك لتضييق الفجوة بين العرض والطلب لخدمات الرعاية الصحية، مدعومة بالمبادرات الحكومية. إن تغطية التأمين الصحي أخذت في الاتساع نتيجة لنظام التأمين الإلزامي للأجانب والمواطنين السعوديين (مع عائلاتهم) العاملين في الشركات الخاصة، بينما يخضع هذا النظام للنقاش ليشمل تغطية جميع المواطنين أيضاً. إن جميع هذه العوامل، تعمل على زيادة الطلب على خدمات الرعاية الصحية في المملكة بدرجة كبيرة، مدعومة بالعديد من المبادرات الحكومية. بيد أن هناك عوامل رئيسية ينبغي مراقبتها، تتمثل في المنافسة من الشركات الحكومية وشركات القطاع الخاص، ومعدلات استغلال الطاقة الاستيعابية، وفترات الانتظار للعلاج في المستشفيات، والزيادة السنوية في عدد مراجعات المرضى، إلى جانب تقدم سير العمل وفقاً للجدول الزمني في نشاطات الإنشاءات في المستشفيات وإجراءات التحكم في التكلفة بشكل فعال.

### الاستنتاجات

من المتوقع أن تحقق الشركات العاملة في قطاع الرعاية الصحية نمواً عالياً طالما استمرت فترات الانتظار في المستشفيات الحكومية ومعدلات استغلال الطاقة الاستيعابية في المستشفيات الحكومية الخاصة مرتفعة. وهناك أسباب هيكلية تؤكد وجود فرص نمو مرتفع بعيد المدى بالنسبة لهذه الشركات. ونظراً لارتفاع التكاليف بسبب التوسعات الجديدة، فمن المتوقع أن تظل هوامش ربح التشغيل غير ثابتة في المدى القريب، كما يتوقع أن تكون ضعيفة بالتحديد في الربع الأخير، وذلك بسبب العوامل الموسمية. وسوف يستمر الانفاق الرأسمالي مرتفعاً نظراً لأن الشركات لديها خطط توسعية كبيرة واضحة المعالم لحوالي خمس سنوات.

### مقارنة بين توقعاتنا ومتوسط توقعات المحللين

رغم أن نظرتنا ايجابية حول الطلب على خدمات الرعاية الصحية في المملكة، إلا أن لدينا بعض الشكوك حول تكررات التقييم الحالية للشركات. ذلك أن أسهم هذه الشركات تتداول عند مكرر ربح تقديري مرتفع لعام 2015 (27 مرة تقريباً) مقارنة بنظيراتها في الأسواق الناشئة، وعليه فليس هناك احتمال بارتفاع أسعار أسهمها كثيراً من هذا المستوى، باستثناء سهم شركة ماساة، في رأينا. أنظر الصفحة رقم 3 للاطلاع على الملخص والصفحة 4 للاطلاع على التقييم النسبي التفصيلي.

### وجهة نظرنا

السهم	التصنيف	الأسعار المستهدفة
دله	المحافظة على المراكز	125 ريال
ماساة	زيادة المراكز	140 ريال
رعاية	محايد	80 ريال
الحمادي	تخفيض المراكز	78 ريال

**ملاحظة:** هذا التقرير عبارة عن ملخص لتقرير صدر باللغة الإنجليزية. وللمزيد من المعلومات نرجو مراجعة التقرير الصادر باللغة الإنجليزية.



المراكز في سهمها. ان مصدر قوة شركة دلة ، يتمثل في علامتها التجارية القوية وقاعدة عملائها ذوي الدخل المرتفع. ونفضل شركة مواساة نظرا لعملياتها التشغيلية المستقرة وهامش ربحها المرتفع وتقييمها المنخفض. وبينما نفضل المقومات الأساسية لشركة الحمادي حيث أنها مرشحة لنمو ضخم نتيجة لمشاريعها المخطط لها بشكل واضح ، فقد جاء تصنيفنا لها متضمنا التوصية بخفض المراكز في سهمها بسبب الانخفاض الحاد في سعر سهمها منذ طرح اسهمها للاكتتاب العام الأولي.



إدارة البحوث

بريتيش ديفاسي، سي اف آيه

Tel 966 11 211 9370, devassyp@alrajhi-capital.com

7% أعلى من الحالي

125 ريال

115.9 ريال

السعر المستهدف

السعر الحالي

زيادة المراكز

المحافظة على المراكز

تخفيض المراكز

دلة

العديد من مشاريع التوسعة

توجد مرافق شركة دلة المتكاملة للرعاية الصحية في أكثر الأحياء ازدهاراً من مدينة الرياض التي يوجد بها القسم الأكبر من عملاء الفواتير النقدية. ونظرا لتركيز شركة مستشفى دلة على العملاء من الدرجة الأولى، فإن ذلك يتيح للشركة رفع اسعارها بعلاوة معينة وبالتالي يمكنها من تحقيق إيرادات أعلى عن كل مريض، مقارنة بشركات المستشفيات المماثلة لها. ان توسع شركة دلة الذي تم مؤخرا في قسم الأطفال، والذي يتميز بمعدل استغلال مرتفع للطاقة الاستيعابية، من المتوقع أن يزيد نمو الإيرادات أكثر. وشركة دلة لديها عدة مشاريع للتوسع في الأجزاء الشمالية والغربية من مدينة الرياض تمتد حتى عام 2017 والى ما بعد ذلك. وسوف تؤدي هذه المشاريع القادمة الى زيادة طاقة الشركة الاستيعابية وعدد عياداتها بأكثر من الضعف. وبينما من المتوقع أن يكون النمو ضخما نظرا للطلب المرتفع جدا على الخدمات العلاجية في المنطقة، فمن المتوقع أن تنخفض الهوامش بشكل طفيف حتى تصل العمليات التشغيلية الى كفاءتها الكاملة. ويتم تداول سهم دلة حاليا عند مكرر ربح يبلغ 29.4 مرة (أرقام تقديرية لعام 2015)، وهو أعلى مقارنة بالشركات السعودية المماثلة لها حيث تتداول اسهمها في المتوسط عند مكرر ربح يبلغ 27 مرة، ونظيراتها في الاسواق الناشئة عند 25.5 مرة. هذا، وقد توصلنا الى سعر عادل مستهدف لسهم شركة دلة القابضة للرعاية الصحية يبلغ 125 ريال للسهم، على أساس المزج بين طريقتي تقييم بنفس القدر (50-50) وهما طريقة التدفق النقدي المحسوم وطريقة التقييم النسبي). وقد استهلينا تقييمنا للشركة بتصنيف محايد، متضمنا التوصية بالمحافظة على المراكز في أسهمها، نظرا لأن القيمة العادلة لسهمها تعني ضمنا احتمال ارتفاع سعر السهم بنسبة 7% فقط.

**العديد من المشاريع التوسعية:** لقد رفعت شركة دلة في الأونة الأخيرة طاقتها الاستيعابية الحالية (70 سريرا و 26 عيادة) في قسم الأطفال نظرا لتجاوز الطاقة الاستيعابية للقسم الحالي نسبة 100%. وشركة دلة لديها خطط لإضافة 65 عيادة في الأجنحة العامة بحلول الربع الرابع 2014. وتعمل الشركة حاليا على انشاء مستشفى جديد بحلول منتصف 2016 في المنطقة الغربية بتكلفة تبلغ 359 مليون ريال سعودي وطاقة استيعابية تبلغ 300 سرير و 80 عيادة. وبالإضافة الى هذه الخطط التوسعية، فإن شركة دلة تخطط للتوسع أكثر في موقع مرافقها الحالية نظراً لمستوى الطلب المرتفع جداً الذي تشهده هذه المنطقة. وإجمالاً، فإن ذلك يعني زيادة عدد الأسرة والعيادات بأكثر من الضعف بحلول عام 2017.

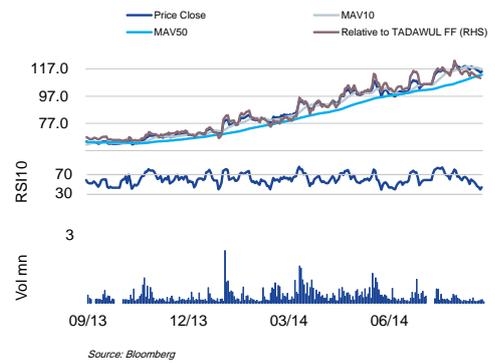
**تركز العملاء في منطقة الدخل المرتفع في الرياض:** نظرا لأن شركة دلة تعمل في واحدة من أكثر الأجزاء ارتفاعا في الدخل في مدينة الرياض، فقد استطاعت فرض علاوة على أسعار خدماتها، وبسبب ذلك نجد أن إيراداتها عن المريض الواحد أعلى. ليس ذلك فحسب، بل أن الشركة تستفيد أيضا من عملائها الذين يسددون معظمهم فواتيرهم نقدا بدلا من الاعتماد على التأمين. اننا نتوقع أن تستمر الأسعار في المحافظة على ارتفاعها نظرا للطلب الضخم على الخدمات العلاجية.

**التقييم والمخاطر:** يتداول سهم دلة للخدمات الصحية القابضة عند مكرر ربح تقديري لعام 2015 يبلغ 29.4 مرة. وبالمقارنة، يبلغ متوسط مكرر الربح للشركات السعودية المماثلة لها 27 مرة، بينما يبلغ المتوسط لشركات الأسواق الناشئة 25.5 مرة. وقد توصلنا الى ربح مستهدف لسهم الشركة يبلغ 125 ريال (يعني ذلك ضمنا احتمال ارتفاع السهم بنسبة 7%) على اساس اعطاء وزن بنسبة 50-50 لكل من طريقتي التقييم اللتين استخدمناهما، وهما طريقة التدفق النقدي المحسوم والتقييم النسبي (أنظر الصفحة 4 للحصول على التفاصيل)، وفقا لذلك فقد جاء تصنيفنا محايدا للشركة متضمنا التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها.

مواضيع رئيسية

تتميز دلة بمرونة تسعير المنتجات الصحية بالمقارنة مع نظيراتها المدرجة في السوق وكذلك خطط التوسع الضخمة في منشأة الرعاية الصحية الحالية. التركيز الرئيسي لدلة هو على الطبقة العملاء الغنية وتمتلك العلامة التجارية سمعة قوية في الرياض. سهم الشركة يتداول حاليا عند مضاعفات تقييم أعلى بالمقارنة مع أقرانها. وقد توصلنا الى سعر عادل مستهدف لسهم شركة دلة يبلغ 125 ريال للسهم، على أساس المزج بين طريقتي تقييم بنفس القدر (50-50) وهما طريقة التدفق النقدي المحسوم وطريقة التقييم النسبي).

الأداء



التقييم



المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



إدارة البحوث

بريتيش ديفاسي، سي اف آيه

Tel 966 11 211 9370, devassyp@alrajhi-capital.com

14% أعلى من الحالي

140 ريال  
122.8 ريال

السعر المستهدف  
السعر الحالي

## المواساة

زيادة المراكز

المحافظة على المراكز

تخفيض المراكز

## شركة مستقرة ذات هوامش ربح مرتفعة

تعتبر شركة مواساة من أكبر الشركات العاملة في مجال الرعاية الطبية في القطاع الخاص في المملكة ولديها شبكة واسعة من مراكز تقديم الرعاية الطبية. وتتمتع الشركة بأوضاع مالية مستقرة كما أن دخولها في سوق الرياض سوف يمكنها من تحقيق نمو كبير في الإيرادات في عام 2015. كذلك، سوف تساعد خطط الشركة للتوسع في كل من الجبيل والخبر والدمام، رغمًا عن تأخرها، في المحافظة على نموها الجيد في المستقبل. وتبلغ معدلات استغلال الطاقة الاستيعابية للشركة حوالي 60%، مما يعني أن هناك مجالاً لنمو الشركة اعتماداً على مراقفها الحالية. وتتميز شركة مواساة بهوامش ربح مرتفعة، وتأتي في المرتبة الثانية مباشرة بعد شركة مستشفى الحمادي، ويعزى ذلك إلى عملياتها التشغيلية الفعالة. وفي الوقت الراهن يتداول سهم شركة مواساة عند مكرر ربح تقديري مستقبلي يبلغ 21.1 مرة، ويعتبر الأقل من بين أسهم الشركات المماثلة التي يبلغ متوسطها 27 مرة، وأقل كثيراً مقارنة بالشركات النظيرة في الأسواق الناشئة التي يبلغ متوسط مكرر الربح فيها 25.5 مرة.

**خطط طموحة للتوسع:** كما هو الحال في شركات الرعاية الصحية الأخرى، فقد وضعت شركة مواساة خططا طموحة للتوسع وذلك للاستفادة من الفرص المتزايدة في قطاع الرعاية الصحية السعودي. وتخطط الشركة لمضاعفة عدد أسرتها وزيادة عدد العيادات بنسبة 50% بحلول عام 2015 (أنظر القسم التالي للاطلاع على خطط التوسع التفصيلية). وكانت شركة مواساة قد افتتحت مؤخرا مستشفى جديدا في الرياض، يتوقع له أن يشهد تحقيق إيرادات عن كل مريض، أعلى نسبيا مقارنة بمستشفاهما الحالي. بيد أن الشركة سوف تتعرض لضغوط في التكاليف في المدى القريب بسبب قيام هذا المستشفى الجديد. وتتوقع الشركة أن يحقق مستشفاهما نقطة التعادل ويبلغ عتبة الربح عند مستوى الربح قبل خصم الفائدة والضرائب والاستهلاك والإطفاء *EBITDA* خلال 18-20 شهرا. وقد ظلت التأخيرات في نشاطاتها الانشائية تمثل التحدي الرئيسي لخططها التوسعية في مدن الجبيل والدمام والخبر.

**بيانات مالية قوية:** تعتبر مواساة شركة راسخة في مجال تقديم الرعاية الصحية كما ظلت قادرة على ادارة مستشفياتها بمستوى عال من الفعالية. وقد انعكست هذه الفعالية التشغيلية على هوامش الربح التشغيلي للشركة المرتفعة نسبيا مقارنة بالشركات المماثلة لها. وتقدم مواساة خدماتها للعملاء من الشركات في المنطقة الشرقية، ونظرا لمراقفها الطبية الراسخة جدا، فقد تمكنت من تحقيق هوامش أعلى رغمًا عن مستوى الإيرادات المنخفض للمريض الواحد. وكانت الشركة قد حققت معدل استغلال كلي للطاقة الاستيعابية بلغ 60% تقريبا. ومع الأخذ في الاعتبار هذا المعدل لاستغلال الطاقة الاستيعابية، فإنه يتوفر لديها مجال واسع لتحقيق نمو في إيراداتها اعتماداً على مراقفها القائمة حاليا، وزيادة في هوامش الربح بسبب وفورات الحجم الكبير والمساهمة المنخفضة من قطاع الأعمال الصيدلانية. بيد أننا نتوقع أن تحقق الشركة نمواً أقل في إيراداتها في عام 2014، مما قد يؤثر سلباً على سهم الشركة في المدى القريب.

**التقييم والمخاطر:** لقد بدأنا تغطيتنا لشركة المواساة للخدمات الطبية بتحديد سعر عادل لسهم الشركة يبلغ 140 ريال مقابل سعر السوق الحالي الذي يبلغ 123 ريال. وبما أن القيمة العادلة لسعر السهم تشير ضمناً إلى إمكانية ارتفاعه بنسبة 14%، فقد جاء تقييمنا للشركة متضمناً التوصية بزيادة المراكز في سهمها. ويعتبر سهم مواساة من أكثر الأسهم المقيمة بأقل من سعرها العادل من حيث مكرر الربح التقديري المستقبلي الذي يبلغ 21.5 مرة مقابل مكرر الربح لنظيراتها العاملة في قطاع الرعاية الصحية في الأسواق الناشئة الذي يبلغ 25.5 مرة. أما المخاطر الرئيسية لشركة مواساة، فإنها تتمثل في التأخير في مشاريع التوسعة وضغوط التكلفة التي تفوق التوقعات في مستشفاهما في الرياض.

### مواضيع رئيسية

تعتبر شركة المواساة لاعب أساسي في قطاع الرعاية الصحية في البلاد حيث تتمتع بمركز مالي مستقر وشبكة طبية واسعة. سيعتمد أداء الشركة على المدى القريب على برنامج توسعها في الرياض. سهم المواساة يتداول حالياً عند مكرر ربح 21.5، وهو أدنى مستوى مقارنة بشركات الرعاية الصحية.

### الأداء



### التقييم



المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



إدارة البحوث  
بريتيش ديفاسي، سي اف آيه  
Tel 966 11 211 9370, devassyp@alrajhi-capital.com

السعر المستهدف  
السعر الحالي  
80.00  
75.98  
5.3% أعلى من الحالي

## رعاية

### تداول عند سعر عادل

اننا نتوقع أن تعلن الشركة الوطنية للرعاية الطبية (رعاية) عن تحقيق نمو ضخم في إيراداتها لعامي 2014 و 2015 نظراً لإضافتها الكبيرة المتمثلة في عدد 200 سرير تقريباً (زيادة بنسبة 50% تقريباً في الطاقة الاستيعابية السريرية) و 24 عيادة خارجية (زيادة بنسبة 35% تقريباً) خلال هذا العام. وكان هامش ربح الشركة قد تعرض لضغوط اذ انخفض الى 15.6% في 2013 من 19.8% بسبب مصروفات الاستهلاك والتوسع والتجديدات. بيد أنه قد ارتفع في النصف الأول من 2014. وبناء عليه، فإن ارتفاع الهوامش سوف يكون هو العامل الرئيسي الذي سوف نركز على مراقبته. كما أننا نتوقع أيضاً حدوث بعض التأخيرات في أعمال الانشاءات التي من شأنها تأجيل انطلاق مراكز الرعاية الصحية للأسرة، نظراً لمشاكل الحصول على العمالة التي يشهدها السوق حالياً. وبالإضافة الى ذلك، فقد شهد سهم الشركة ارتفاعاً بالفعل بنسبة 44% تقريباً خلال الستة أشهر الماضية، وبناء على تقييمنا، فقد جاء تصنيفنا محايداً لشركة رعاية مع سعر مستهدف يبلغ 80 ريال لسهمها (امكانية ارتفاع سعر السهم بنسبة 2%).

**نمو جيد، ولكن معظم نتائجه تم استيعابها:** سوف يؤدي التوسع الذي حدث مؤخراً في المستشفى الوطني بالرياض، الى نمو مرتفع لشركة رعاية خلال السنوات القليلة القادمة. وقد نتج عن برنامج التوسع زيادة بنسبة 50% تقريباً في الطاقة الاستيعابية السريرية وبحوالي 35% في عدد العيادات في عام 2014 (أرقام تقديرية). بيد أننا نتوقع أن يتم تأجيل التوسعات المستقبلية في مراكز الرعاية الصحية للأسرة. وقد وضعت رعاية خطاً لزيادة عدد عياداتها ليبلغ اجمالها 133 (زيادة بأكثر من 100%) خلال السنوات القليلة القادمة. وبينما يبدو معدل هذا النمو ضخماً، ومع ارتفاع سعر السهم بحوالي 44% خلال الستة أشهر المنصرمة، فإننا نعتقد أن جميع الأخبار المتعلقة بالسهم قد تم استيعاب نتائجها ولا تبدو هناك امكانية لارتفاعه قريباً.

**مشكلة هامش التشغيل:** لقد كان نمو إيرادات الشركة قوياً، غير أن هامش ربحها التشغيلي قد انخفض من 20% في 2012 الى 15.5% في 2013 بسبب الارتفاع في معدل الاستهلاك وفي التكاليف المرتبطة بالتوسع وأعمال التجديد. ورغم أن الهامش قد ارتفع في النصف الثاني من 2014 ( بسبب العوامل الموسمية)، فإن رعاية لا يزال لديها أدنى هامش ربح تشغيلي من بين جميع الشركات المماثلة لها في مجال الرعاية الصحية. وسوف تهتم المرحلة الثانية من توسعة المستشفى الوطني بالرياض بتجديد ما نسبته 15% من سعته السريرية و65% من عياداته. إننا نعتقد أن ذلك سوف يعزز نمو إيرادات رعاية ولكنه ربما لا يؤدي الى زيادة هوامشها، نظراً لأن هذه الأعمال هي في الأساس عبارة عن أعمال تجديدات وليس توسعات. إننا نعتقد أن رفع هامش الربح التشغيلي هو العامل الرئيسي الذي ينبغي الاهتمام به ومراقبته.

**نمو قوي لصناعة الرعاية الصحية:** تتمثل العوامل الرئيسية المحركة لقطاع الرعاية الصحية في المدى القريب، في التوسع في المستشفيات وفي التغييرات التنظيمية. أما العوامل المحركة في المدى البعيد، فإنها تتمثل في زيادة عدد السكان وارتفاع الأجور وتزايد مستوى أمراض الحياة العصرية السائدة الآن، هذا بالإضافة الى ارتفاع شريحة المسنين من السكان.

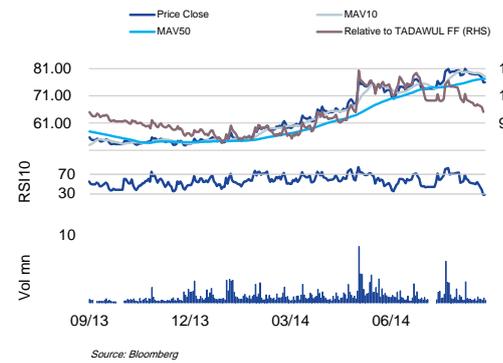
**التقييم والمخاطر:** لقد بدأنا تقييمنا لشركة رعاية بتصنيف محايد يتضمن التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها، استناداً الى سعرنا المستهدف لسهم الشركة الذي يبلغ 80 ريالاً (ليس هناك احتمال لارتفاع السهم). ويتم تداول سهم رعاية حالياً عند مكرر ربح مستقبلي تقديري منخفض يبلغ 24.3 مرة مقابل متوسط مكرر ربح يبلغ 27 مرة للشركات المماثلة.

تخفيض المراكز  
المحافظة على المراكز  
زيادة المراكز

### مواضيع رئيسية

تدير رعاية مستشفيات في الرياض ولديها تدفق ثابت من المرضى من عملانها من شركات القطاع الخاص. استراتيجية الشركة هو كسب حصة في السوق من خلال مراكزها الصحية المخصصة للأسرة، وكذلك توسيع وتجديد المستشفيات الحالية. نتوقع تأخير البناء لمراكز رعاية. وبناء على تقييمنا، فقد جاء تصنيفنا محايداً لشركة رعاية مع سعر مستهدف يبلغ 80 ريال لسهمها (امكانية ارتفاع سعر السهم بنسبة 2%).

### الأداء



### التقييم



المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



إدارة البحوث

بريتيش ديفاسي، سي اف ايه

Tel 966 11 211 9370, devassyp@alrajhi-capital.com

السعر المستهدف  
السعر الحالي

78.0 ريال

96.8 ريال

## الحمادي

### تنفيذ بمستوى كبير، تقييم عالي

تتمتع شركة مستشفى الحمادي بأعلى هامش تشغيلية كما أن لديها خططا للنمو تعتبر الأكثر طموحا ، من بين رصيفاتها من الشركات ، خلال الثلاث سنوات القادمة. وشركة الحمادي لديها حضور راسخ جدا في واحدة من المناطق الرئيسية في مدينة الرياض ، كما أن لديها نسبة عالية من العملاء الذين يسدون فواتير علاجهم نقدا. وقد مكن طرح أسهم الشركة للاكتتاب العام الأولي، شركة الحمادي في التحول من شركة عائلية الى شركة أعمال تدار بمهنية عالية. والشئ الأكثر أهمية ، هو أن الشركة لديها رؤية واضحة حول خططها المستقبلية. وبالعكس الوضع بالنسبة لشركة الحمادي، فان شركتي مواسة ودلة لديهما بعض الخطط التوسعية التي تم استيعاب نتائجها بالفعل في سعر السهم ، والتي يتوقع لها أن تنفذ بعد فترة 3-4 سنوات، مع عدم توفر خطط عامة تفصيلية. ومنذ اعلانها الأخير في موقع تداول ، فقد اكتملت شركة الحمادي بالفعل معظم أعمال الانشاءات لمستشفاهها في حي السويدي بالرياض بينما اكتملت أعمال الانشاءات بنسبة 35% في مستشفاهها في حي النزهة. وبناء على اجتماعنا مع ادارة الشركة ، فان أعمال الانشاءات في مستشفيات الشركة تسير حسب الخطة المرسومة لها ولا يتوقع حدوث أي تأخيرات في التنفيذ. ونظرا لبلوغ نسبة السعودة في مستشفى الشركة بحي العليا 23% ، فإنها بذلك تكون في وضع مريح في ما يتعلق بكادر موظفيها مقارنة بنظيراتها من الشركات. ومع توقع اكتمال توسعاتها بحلول عام 2016، فان الارتفاع الحاد في التدفقات النقدية الحرة للشركة ، من المتوقع أن يترجم في شكل توزيعات أرباح أسهم أعلى في المستقبل. وفي الوقت الذي يفضل فيه الوضع العام للشركة ، فإننا نعتقد أن جميع هذه العوامل الايجابية قد تم استيعابها بالفعل في سهم الشركة اذ يتداول حاليا عند مكرر ربح يبلغ 32.7 مرة مقارنة بمكرر الربح لنظيراتها في الأسواق الناشئة الذي يبلغ 25.5 مرة.

**التوسع:** تدير شركة مستشفى الحمادي في الوقت الراهن مستشفى واحدا فقط يقع في حي العليا بوسط الرياض، بطاقة استيعابية تبلغ 300 سرير و 74 عيادة. وبحلول عام 2015 ، فان الشركة لديها خطط لزيادة هذا الرقم الى 1156 سريرا و 202 عيادة، ما يعني زيادة بنسبة 285% و 172% على التوالي، وهي الزيادة الأعلى مقارنة بالمستشفيات الأخرى التي تشملها تغطيتنا. وسوف تتم كلا هاتين التوسعتين خارج الرياض، ويتوقع أن ينعكس ذلك في شكل نمو مرتفع في الإيرادات. هذا ، وقد اكتملت أعمال الانشاءات لمستشفى الشركة في السويدي بنسبة 96% ، بينما اكتمل العمل في مستشفى النزهة بنسبة 36% ، مما يعكس رؤية الشركة الواضحة في هذه التوسعات.

**بيانات مالية قوية:** لقد استطاعت شركة مستشفى الحمادي ادارة مستشفياتها بمستوى عال من الفعالية كما يتضح من هوامشها التشغيلية ، التي تعتبر الأعلى مقارنة بالشركات المماثلة لها. وتحقق الشركة استفادة أخرى أيضا تتمثل في أن نسبة 33% من عملائها يسدون فواتير علاجهم نقدا. علاوة على ذلك ، فان لدى الشركة خططا لزيادة أسعار خدماتها بنسبة 15% تقريبا، مما سيؤدي الى زيادة هوامشها.

**التقييم والمخاطر:** رغما عن مستوى النمو والهوامش المرتفعة للشركة ، فان تقييماتها تظل مرتفعة جدا اذ تتداول عند مكرر ربح مستقبلي تقديري يبلغ 32.7 مرة ، بعلاوة كبيرة مقارنة بالمتوسط لنظيراتها من الشركات في الاسواق الناشئة الذي يبلغ 25.5 مرة. وهذا، ويبلغ سعرنا المستهدف لسهم الشركة 78 ريالاً ( مما يعني ضمنا احتمال انخفاض سعر السهم بنسبة 19.5% )، كما قمنا بخفض تصنيفنا للشركة متضمنا التوصية بخفض المراكز في سهمها.

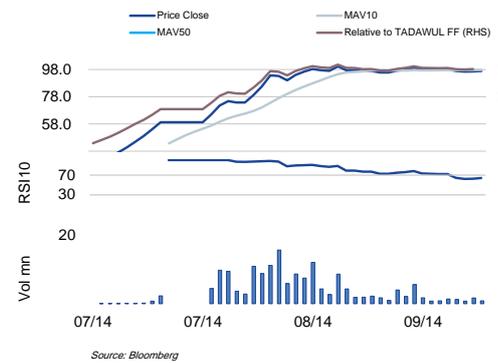
...

تخفيض المراكز | المحافظة على المراكز | زيادة المراكز

#### مواضيع رئيسية

من المقرر أن يحقق مستشفى الحمادي أعلى معدل نمو في السنوات القليلة القادمة، حيث أن لدى الشركة خطط توسع إلى ثلاث مستشفيات بحلول عام 2016 وأيضاً تتمتع الشركة بأعلى هامش ربح مقارنة بالشركات المنافسة. على الرغم من اعتقادنا بقوة الشركة، إلا أن السعر الحالي لا يبرر تقييمها. يبلغ سعرنا المستهدف لسهم الشركة 78 ريالاً ( مما يعني ضمنا احتمال انخفاض سعر السهم بنسبة 19.5% )، كما قمنا بخفض تصنيفنا للشركة متضمنا التوصية بخفض المراكز في سهمها.

#### الأداء



#### التقييم



المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

## الإخلاء من المسؤولية والإفصاح عن معلومات إضافية لأغراض أبحاث الأسهم

### إخلاء من المسؤولية

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

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

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

### الإفصاح عن معلومات إضافية:

#### 1. شرح نظام التصنيف في شركة الراجحي المالية

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

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

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

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

#### 2. تعريفات:

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

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

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

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

### للاتصال

شركة الراجحي المالية

إدارة البحوث

طريق الملك فهد، المكتب الرئيسي

ص ب 5561 الرياض 11432

المملكة العربية السعودية

بريد الكتروني:

research@alrajhi-capital.com

www.alrajhi-capital.com

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