



إدارة البحوث
عبدالمك السالم

Tel +966 11 211 9353, AlsalemA@alrajhi-capital.com

مستشفيات الحمادي الربع الثاني : انخفاض هوامش الربح التشغيلي

أعلنت شركة الحمادي عن تحقيق ربح صاف للربع الثاني 2019، بلغ 20 مليون ريال (على نفس مستواه للربع الثاني 2018، -17% على أساس ربعي)، رغمًا عن تحقيق نمو في الإيرادات بلغت نسبته +10.5% على أساس سنوي. ويعتبر الربع الثاني ربعاً ضعيفاً موسمياً نتيجة لوقوعه في شهر رمضان وبالتالي فإنه لا يمكن مقارنته على أساس ربعي. ويعزى انخفاض صافي الربح أساساً إلى ارتفاع مصروفات التشغيل لمستشفى النزهة (تم افتتاحه في العام الماضي)، وعمل مخصص للخسائر الناجمة عن الذمم المدينة وتكاليف التمويل. وبالنسبة للتوقعات المستقبلية، فإننا نتوقع تحسناً في الهوامش لسبب رئيسي يكمن في المعدل المرتفع للطاقة التشغيلية لمستشفى الشركة بالنزاهة عند اكتمال تشغيل المستشفى. ومن المرجح أن يستمر القسم الصيدلاني كداعم رئيسي للإيرادات ولكن بمعدل مساهمة منخفض خلال الأرباع القادمة. علاوة على ذلك، وبعد العديد من أرباع السنة التي شهدت انخفاضاً في أعداد العاملين الأجانب، فقد شهد الربع الأول ارتفاعاً في عدد الأجانب، مما سيكون له تأثير إيجابي على عدد المرضى في المستقبل القريب. وبعد الإعلان عن نتائج الربع الثاني، قمنا بخفض تقديراتنا للمصروفات العمومية والإدارية ومتطلبات رأس المال العامل مما أدى إلى خفض سعرنا المستهدف لسهم الشركة إلى 22 ريال (من 25 ريال للسهم). وعليه، فقد جاء تصنيفنا للشركة "محايداً" متضمناً التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها.

الإيرادات والربحية: بلغت الإيرادات 254 مليون ريال (+18% على أساس سنوي، +10% على أساس ربعي) وجاءت أعلى من تقديراتنا التي بلغت 226 مليون ريال. وقد ارتفع هامش ربح الإجمالي للربع إلى 28.0% مقابل 24.8% في الربع الثاني 2018 (انخفض هامشياً على أساس ربعي). ونتيجة لذلك، فقد ارتفع الربح التشغيلي أيضاً إلى 8.1% على أساس سنوي ليصل إلى 34 مليون ريال غير أن هامش الربح التشغيلي انخفض إلى 13.2% مقارنة بهامش بلغ 14.5% في الربع الثاني 2018 بسبب المصروفات العمومية والإدارية التي تجاوزت التوقعات.

الشكل 1 ملخص نتائج شركة الحمادي للاستثمار والتطوير للربع الأول 2019.

	Q2 2019	Q2 2018	Q1 2019	% chg y-o-y	% chg q-o-q	ARC Estimate
Revenue	254	214	230	19%	10%	226
Gross Profit	71.0	53.3	65.6	33%	8%	63
Gross Margin	28%	25%	29%	NA	NA	28%
Operating Profit	33.5	31.0	36.8	8%	-9%	29
Net Profit	20.0	19.9	24.2	1%	-17%	16.1

Source: Company data, Al Rajhi Capital

النظرة المستقبلية: إن شركة مستشفيات الحمادي لديها تعاملات مرتفعة في العقود الحكومية، مما أبقى على الذمم المدينة (97% من الذمم المدينة الكلية) عند مستوى مرتفع. ونتيجة لذلك، فقد زادت الشركة مخصصها لخسائر الذمم المدينة المتوقعة بمبلغ 5.1 مليون ريال بالنصف الأول 2019 مقارنة بالنصف الأول 2018. علاوة على ذلك، فقد كان يتعين على الحمادي اللجوء إلى تمويل بتكلفة عالية لمقابلة متطلباتها من السيولة، مما نتج عنه ارتفاع تكاليف التمويل. ونظراً لمحدودية النقد والنقد المكافئ، فربما يلزم الشركة اللجوء للحصول على مزيد من الدين لتمويل متطلبات رأس مالها العامل في المستقبل. إننا نتوقع أن تستمر الفوائد المحققة من استحواد الحمادي على شركة الخدمات الطبية المساندة، وكذلك التحسن في الأعمال الصيدلانية، في دعم نمو الإيرادات في المستقبل القريب. علاوة على ذلك، فإننا نتوقع أن يرتفع معدل التشغيل لمستشفى النزهة بشكل تدريجي.

الملخص والتقييم: قمنا بتقييم الشركة بناء على طريقة تقييم تميز بأوزان متساوية بين طريقة التدفق النقدي المخصص وطريقة التقييم النسبي (مكرر ربح مستقبلي يبلغ 25.2 مرة). ويتداول سهم الشركة حالياً عند مكرر ربح للاثني عشر شهر الماضية يبلغ 31.6 مرة مقابل مكرر الربح لشركات الرعاية الصحية النظيرة في السعودية الذي يبلغ 31.5 مرة. وتتمثل المخاطر الرئيسية لانخفاض سعر السهم عن تقديراتنا، في عمل مخصصات مرتفعة للخسائر الناجمة عن الذمم المدينة. أما مخاطر ارتفاع سعر السهم عن تقديراتنا، فإنها تتمثل في ارتفاع معدل تشغيل مستشفى النزهة بأعلى من التوقعات. وإجمالاً، فقد قمنا بخفض سعرنا المستهدف لسهم الشركة إلى 22 ريال، كما أبقينا على تصنيفنا للمحاييد للشركة متضمناً التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها.

السعر المستهدف 22.00
السعر الحالي 21.90
0.4% أعلى من الحالي
بتاريخ 31/7/2019

الأداء



الأرباح

Period End (SAR)	2018A	2019E	2020E
Revenue (mn)	894	1,057	1,161
Revenue Growth	26%	18%	10%
EBITDA	207	232	275
EBITDA Margin	23%	22%	24%
EPS	0.73	0.86	1.2
EPS growth	-29%	18%	37%

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



الإخلاء من المسؤولية والإفصاح عن معلومات إضافية لأغراض أبحاث الأسهم

خلاء من المسؤولية

أعدت وثيقة البحث هذه من قبل شركة الراجحي المالية "الراجحي المالية"، الرياض، المملكة العربية السعودية للاستخدام العام من عملاء شركة الراجحي المالية ولا يجوز إعادة توزيعها أو إعادة إرسالها أو الإفصاح عنها، كليا أو جزئيا، أو بأي شكل أو طريقة، دون موافقة كتابية صريحة من شركة الراجحي المالية. إن استلام هذه الوثيقة والإفصاح 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 لكنها معلومات لا تضمن 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 مصدرة 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 وبأن سعر أو قيمة تلك الأوراق المالية والاستثمارات يكون عرضة للارتفاع أو الانخفاض. كما أن التقلبات في أسعار الصرف قد يكون لها آثار سلبية على قيمة أو ثمن، أو الدخل المئتي 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 المسنولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات التابعة لها (بما في ذلك محلي 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 بأداء 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 خسرة 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 أو معدة للتوزيع أو لاستخدامها 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 المتزامنة بأحكام الشريعة الإسلامية:

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

"المحافظة على المراكز" Neutral: تتوقع 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: بوضي محطونا 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 باتباع أساليب مقبولة على نطاق واسع ومناسبة للسهم أو القطاع المعني، مثال ذلك، الأسلوب الذي يستند إلى تحليل التدفقات النقدية المخصومة DCF أو تحليل مجموع الأجزاء SoTP.

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

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

للاتصال

مازن السديري

مدير إدارة البحوث

هاتف: +966 1 2119449

alsudairim@alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية

إدارة البحوث

طريق الملك فهد، المكتب الرئيسي

ص ب 5561 الرياض 11432

المملكة العربية السعودية

بريد الكتروني:

research@alrajhi-capital.com

www.alrajhi-capital.com

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