

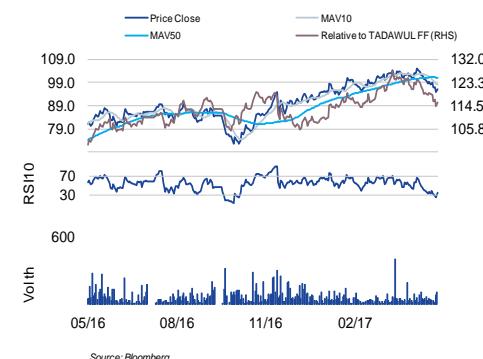


إدارة البحث
زيادة الصناعي
Tel +966 11 211 9398, Alsaqaaby@alrajhi-capital.com

السعر المستهدف 54.00
25/04/2019 46.60
15.8% أعلى من الحالي

التصنيف الحالي
زيادة المراكز المحافظة على المراكز تخفيض المراكز

الأداء



الأرباح

Period End (SAR)	2018E	2019E	2020E
Revenue (mn)	1,181	1,354	1,574
Revenue Growth	-2.6%	15%	16%
EBITDA (mn)	221	303	369
EBITDA Growth	-40%	37%	22%
EPS	1.89	2.94	3.88
EPS Growth	-62%	55%	32%

*2018EPS is based on current 75mn shares

حققت شركة دلة ربحا صافيا بلغ 35.2 مليون ريال (-39% على أساس سنوي) وجاء متوافقا مع تقديراتنا التي بلغت 32 مليون ريال ويعود متوسط تغيرات المحليين الذي بلغ 38.3 مليون ريال. وقد ارتفعت الإيرادات بدرجة طفيفة بنسبة بلغت 6% على أساس ربعي، ويعزى ذلك إلى التحسن في معدل استغلال الطاقة التشغيلية لمستشفي الشركة بضاحية نمار مما عرض عن الانخفاض في الإيرادات الصيدلانية التي كانت مرتفعة في الربع الرابع. وفي الفترة القادمة، تتوقع أن يستمر التحسن في معدل استغلال الطاقة التشغيلية لمستشفي نمار مما سيخفض الضغط على الهوامش. علاوة على ذلك، فإننا نعتقد أن تأثير خروج أعداد من العاملين الأجانب لم يعد موجوداً ومن المرجح لا يكون له أي تأثير سلبي على أعداد المرضى في 2019، مقارنة بالعام السابق عندما تأثر أعداد المراجعين سلباً نتيجة لخروج أعداد مقدرة من الأجانب بسبب الرسوم المفروضة عليهم. هذه، وقد أبقينا على تصنيفنا لشركة دلة كما هو متضمنا التوصية بزيادة المراكز في سهامها مع خفض السعر المستهدف إلى 54 ريال للسهم.

الإيرادات: بلغت إيرادات الشركة للربع 321 مليون ريال (4% على أساس سنوي)، وكانت متوافقة مع تقديراتنا التي بلغت 308 مليون ريال. وبينما كانت الإيرادات بدون تغير بدرجة كبيرة على أساس سنوي، فقد انخفضت الهوامش بسبب التكالفة المرتفعة المرتبطة بتشغيل مستشفى الشركة بنمار والمتطلبات المرتفعة للقسم الصيدلاني. أما على أساس ربعي، فقد ارتفع هامش الربح الإجمالي بنسبة 35% (37.5% في الربع الرابع 2018)، بينما ارتفع هامش ربح التشغيل إلى 12.8% (10.6% في الربع الرابع 2018)، مما يعكس تحسناً في مستوى الكفاءة التشغيلية.

النظرة المستقبلية: إننا نعتقد أن عام 2018 كان عاماً قابلاً للإيرادات ولصافي الربح على حد سواء. أما بالنسبة للتوقعات المستقبلية في 2019، فإننا نتوقع أنه من المحتمل أن تتحسن الإيرادات وصافي الربح على حد سواء، بنسبة 15% وبنسبة 55% على التوالي، نتيجة لتحسين معدل تشغيل مستشفى الشركة بنمار (نتوقع أن يبلغ معدل الطاقة التشغيلية هذه السنة 35% من الطاقة الاستيعابية المشغولة حالياً) وافتتاح مستشفى الدكتور فقيه في الربع الثالث 2019 والذي تمتلك فيه شركة دلة حصة تبلغ 31%. أما بعد ذلك في 2020، فيمكن أن نشهد ارتفاعاً في الإيرادات والأرباح أيضاً نظراً لأن البرج الغربي في مستشفى دلة النخيل سوف يبدأ تشغيله كما سيبلغ مستشفى نمار طاقه التشغيلية القصوى (250 سرير / 160 عيادة تخصصية). وبالإضافة إلى ذلك، لا تزال الدراسات جارية لإنشاء مستشفى دلة بمدينة جدة ومستشفى دلة في شمال الرياض، بالإضافة إلى عمليتي استحواذ. إننا نعتقد أن خطط التوسيع هذه، سوف تضمن تحقيق نمو قوي في الأرباح للشركة على المديين المتوسط والبعيد.

التقييم والملخص: لا تزال نظرتنا إيجابية للشركة، مدعاومة بالتحسين في استغلال الطاقة التشغيلية لمستشفي نمار وعدم حدوث مزيد من الانخفاض في عدد المرضى نظراً لأن معظم تأثير خروج العاملين الأجانب لم يعد قائماً. ويستد سعرنا المستهدف لسهم الشركة الذي يبلغ 54 ريال للسهم، على طبقتنا للقيمة القائمة على المتوسط المرجح للمزج بين طريقة التدفق النقدي المخصوم (9% كمتوسط مرجح لتكلفة رأس المال، و 3.5% كمعدل نمو نهائياً) وطريقة التقييم النسبي (مكرر ربح سهم مستقبلي تغيري يبلغ 20 مرة). علاوة على ذلك، فقد أخذنا في الاعتبار التأثير المعلن في تنفيذ مشاريع الشركة بالإضافة إلى نمو تشغيل مستشفى نمار بأقل من التوقعات، وذلك لعكس الانخفاض في سعر السهم المستهدف إلى 54 ريال للسهم، ومع ذلك فقد أبقينا على تصنيفنا للشركة متضمنا التوصية بزيادة المراكز في سهامها.

الشكل 1 مختصر ارباح شركة دلة للخدمات الصحية في الربع الاول 2019

Q1 2019	Q1 2018	Q4 2018	% chg y-o-y	% chg q-o-q	ARC Estimate
Revenue (SARmn)	321	309	4%	1%	308
Gross Profit (SARmn)	120	132	-9%	9%	109
Gross Margin	37%	43%	35%	NA	35%
Operating Profit	34	59	34	-43%	0%
Net Profit (SARmn)	35	58	32	-39%	8%

Source: Company data, Al Rajhi Capital



الإخلاء من المسئولية والإفصاح عن معلومات إضافية لأغراض أبحاث الأسهم

الإخلاء من المسئولية

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 ، كلياً أو جزئياً ، أو ب أي شكل أو طريقة ، دون موافقة كتابية صريحة من شركة الراجحي المالية. إن استلام هذه الوثيقة والإطلاع عليها يعتبر بمثابة موافقة من جانبيكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح الآخرين عما تضمنه من معلومات 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 أي إقرارات أو ضمادات (صريحة أو ضمنية) بشأن البيانات والمعلومات المقدمة كما أنها لا تقر بالمعلومات التي تتضمنها هذه الوثيقة في معلومات كاملة أو خالية من أي خطأ أو غير مفصلة أو أنها تصلح لأي غرض محدد. فوثيقة البحث هذه إنما تقدم معلومات عامة فقط. كما أنه لا المعلومات وأي رأي وارد في هذه الوثيقة تشكل عرضنا أو دعوة لاقتنام عرض شراء أو بيع أي أوراق مالية أو غيرها من المنتجات الاستثمارية ذات الصلة بتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات. وليس الغرض من هذه الوثيقة تقديم مذكرة شخصية في مجال الاستثمار كما أنها لا تأخذ في الاعتبار الأهداف الاستثمارية أو الوضع المالي أو الاحتياجات الحدية لاي شخص معين قد يستلم هذه الوثيقة.

ينبغي للمستثمرين السعي للحصول على المشورة المالية أو القانونية أو الضريبية بشأن مدى ملائمة الاستثمار في أي أوراق مالية ، أو استثمار آخر أو أية استراتيجيات استثمار جرت مقاشتها أو التوصية بها في هذه الوثيقة ، وينبغي للمستثمرين تفهم أن البيانات المنشورة بالوثيقة المستنيرة بالوثيقة المنشورة في هذه الوثيقة قد لا تتحقق. كذلك ينبغي للمستثمرين ملاحظة أن التحليل من أوراق مالية من هذا النوع أو غيرها من الاستثمارات ، إن وجد ، قد يتعرض للتباينات وبيان سعر أو قيمة تلك الأوراق المالية والاستثمارات يمكن أن يتباين في أسعار الصرف قد يكون لها آثار سلبية على قيمه أو ثمن ، أو العمل المتأثر من استثمارات معينة. وبناء عليه ، يمكن للمستثمرين أن يصلوا إلى ذلك يكون أقل من مبالغ رأس المال المستثمر أساساً. ويجزئ أن يكون شركة الراجحي المالية أو المستثمرين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات التابعة لها (بما في ذلك محتوى المنشورة في الأوراق المالية للجنة أو الجهات المصدرة لتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات ذات العلاقة ، بما في ذلك المراكز المالية أو قصيرة الأجل في الأوراق المالية ، وغيرها شراء الأسماء أو العقود الآجلة أو الخيارات الأخرى أو المشتقات ، أو غيرها من الأدوات المالية. كما يجوز لشركة الراجحي المالية أو الشركات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الخدمات أو السعي تأمين 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 المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث.

تحضى هذه الوثيقة من وثائق البحث وأية توصيات واردة فيها للتغيير دون إشعار مسبق. وشركة الراجحي المالية لا تتحمل أي مسؤولية عن تحدث المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. ولا يجوز تغيير أو استنساخ أو إرسال أو توزيع هذه الوثيقة من وثائق البحث كلياً أو جزئياً ب أي شكل أو ب أي وسيلة. كما يرجى أن هذه الوثيقة من وثائق البحث ليست موجهة إلى أو معدة للتوزيع أو لاستخدامها من قبل أي شخص أو طبقة كاف ما وافانا أو مقاما في أي مكان أو جنة أو بلد أو آية ولانية قضائية أخرى ، بينما يكون مثل هذا التوزيع أو النشر أو توافر أو استخدام هذه الوثيقة مخالفًا للقانون أو يتطلب من شركة الراجحي المالية أي من الشروط المذكورة في هذه الوثيقة من وثائق البحث.

الإفصاح عن معلومات إضافية:

1. شرح نظام التصنيف في شركة الراجحي المالية

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

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

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

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

2. تعريفات:

"الافق الزمني" Time horizon: يوحي ملحوظاً باعتماد أفق زمني يتراوح بحدود 9-6 شهراً. وبعبارة أخرى ، فهم يتوقعون أن يصل سعر سهم معين إلى المستوى المستهدف خلال تلك الفترة.

"القيمة العادلة" Fair value: نحن نقدر القيمة العادلة لكل سهم من الأسهم التي تقوم بتعطيلها. وهذا يتم في العادة باتباع أساليب مقبولة على نطاق واسع ومناسبة للسهم أو القطاع المعنى ، مثل ذلك ، الأسلوب الذي يستند إلى تحليل التتفاقفات التقنية المخصوصة DCF أو تحليل مجموع الأجزاء SOTP.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطابقاً لقيمة العادلة للسهم المعنى ، ولكن قد لا يكون بالضرورة مملاً لها السعر. وقد تكون هناك إسهامات تبرر بشكل جيد عدم احتساب أن يصل سعر سهم من الأسهم إلى القيمة العادلة المحددة ضمن اتفاقاً الزمني. وفي مثل هذه الحالة ، تقوم بتحديد سعر مستهدف يختلف عن القيمة العادلة المقدمة لذلك السهم ، ونشر الأساليب التي دفعتنا للقيام بذلك.

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

للاتصال

مازن السديري
مدير إدارة البحوث
هاتف : +966 11 211 9449
alsudairim@alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية
ادارة البحوث
طريق الملك فهد، المكتب الرئيسي
ص ب 5561 11432 الرياض
المملكة العربية السعودية
بريد الكتروني:
research@alrajhi-capital.com
www.alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية تعمل بموجب ترخيص هيئة السوق المالية السعودية رقم 0706/37