

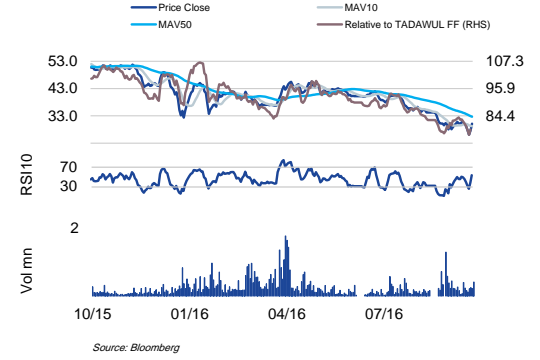


إدارة البحوث  
يزيد الصقبي

Tel +966 11 211 9398, Alsaqaaby@alrajhi-capital.com

السعر المستهدف 25.00  
السعر الحالي 25.10  
0.1% أقل من الحالي بتاريخ 20/3/2019

الأداء



الأرباح

Period End (SAR)	2017A	2018A	2019E
Revenue (mn)	709	894	959
Revenue Growth	17%	26%	7%
EBITDA	200	209	248
EBITDA Margin	28%	23%	26%
EPS	1.02	0.75	0.97
EPS growth	64%	-27%	30%

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

## مستشفيات الحمادي الربع الرابع : نتائج أقل من التقديرات؛ خفضنا القيمة العادلة الى 25 ريال للسهم

أعلنت شركة الحمادي نتاجها للربع الرابع 2018، إذ بلغ الربح الصافي 17.7 مليون ريال (-41% على أساس سنوي، -17% على أساس ربعي)، وجاء أقل من تقديراتنا (26 مليون ريال). ويعزى هذا الانخفاض عن التقديرات أساساً إلى انخفاض الإيرادات الصيدلانية (-33% على أساس ربعي). وقد أظهرت الإيرادات من تشغيل المستشفيات، ومؤشرات طفيفة للارتفاع (9.5% على أساس ربعي) نظراً لارتفاع معدل تشغيل مستشفى الشركة بحي النزهة بشكل تدريجي. وبالنسبة للتوقعات المستقبلية، فإن ارتفاع إيرادات القسم الصيدلاني، سوف يضمن استمرارية نمو الإيرادات في المدى القريب، خاصة وأن إيرادات الشركات تشهد حالياً انخفاضاً طفيفاً بسبب تراجع عدد المرضى نتيجة للمخاوف المتعلقة بوضع الاقتصاد الكلي المرتبطة بفرض الرسوم على الأجانب وانخفاض الدخل المتاح للإنفاق. وقد أبقينا على تصنيفنا للمحابد للشركة متضمناً المحافظة على المراكز في سهمها مع تحديد سعر مستهدف جديد للسهم يبلغ 25 ريال.

**الإيرادات والربحية:** لقد أدى تطبيق معايير المحاسبة الدولية الجديدة، إلى خفض الإيرادات بحوالي 63.6 مليون ريال نتيجة لتضمين المخصص للاعتراضات على المطالبات الطبية الذي كان يتم تثبيته تحت بند مصروفات إدارية. وقد بلغت الإيرادات لعام 2018 بكامله حوالي 893.5 مليون ريال (26% على أساس سنوي) وشكلت إيرادات القسم الصيدلاني 35% من إجمالي الإيرادات (17% في 2017). من جانب آخر، بلغت إيرادات تشغيل المستشفيات 580 مليون ريال (644 مليون ريال بدون تطبيق معايير المحاسبة الدولية الجديدة، تمثل نمواً بنسبة 9% على أساس سنوي) وهي بذلك تظهر أن تأثير فرض الرسوم على الأجانب والانخفاض في الدخل المتاح للإنفاق، لم يكن لها تأثير كبير على الإيرادات.

وفي سياق متصل، انخفض هامش الربح الإجمالي وهامش ربح التشغيل للعام إلى 27% و 15.5% على التوالي، من 37% و 22% في 2017. وكانت تكاليف مستشفى النزهة، هي السبب الرئيسي وراء انخفاض الهوامش، نظراً لتضمين تكاليف الاستهلاك وتكلفة الموظفين المرتفعة، في المصروفات. وبالإضافة إلى ذلك، فقد أدت رسوم التمويل المرتفعة، إلى انخفاض صافي هامش الربح إلى 10% (17% في 2017).

### الشكل 1 ملخص نتائج شركة الحمادي للاستثمار والتطوير للربع الرابع 2018.

	Q4 2018	Q4 2017	Q3 2018	% chg y-o-y	% chg q-o-q	ARC Estimate
Revenue	228	188	250	21%	-9%	271
Gross Profit	59.6	69.1	64.9	-14%	-8%	73
Gross Margin	26%	37%	26%	NA	NA	27%
Operating Profit	31.6	39.0	35.5	-19%	-11%	41
Net Profit	17.7	30.0	21.3	-41%	-17%	26.1

Source: Company data, Al Rajhi Capital

**النظرة المستقبلية:** لا يزال مستوى تعاملات شركة مستشفيات الحمادي مع الحكومة مرتفعاً وذلك هو السبب الرئيسي لارتفاع مستوى الذمم المدينة (تمثل نسبة 97% من إجمالي الذمم المدينة) مما أدى بالتالي إلى لجوء الشركة للحصول على الدين لتلبية احتياجاتها من السيولة النقدية خلال العام. وبلغ إجمالي الذمم المدينة 499 مليون ريال (56% من المبيعات) وقد انخفضت بنسبة 10% فقط مما يؤدي إلى زيادة المخاوف المتعلقة بفعالية التحول القوي تجاه الإيرادات الحكومية. إن مستوى السيولة النقدية للشركة يعتبر منخفضاً، مما قد يضطر الشركة للحصول على مزيد من الديون لتمويل احتياجاتها من رأس المال العامل.



**الملخص والتقييم:** اننا نعتقد أن استحواذ الحمادي على شركة الخدمات الطبية المساندة وارتفاع الإيرادات الصيدلانية، سوف يستمر في تحقيق جزء هام من الإيرادات. كذلك، فإنه يتوقع أن يرتفع معدل تشغيل مستشفى الزهراء تدريجياً. بيد أن مثار اهتمامنا الرئيسي هو الذمم المدينة للشركة وموضوع السيولة. هذا، وقد أبقينا على تصنيفنا المحايد للشركة بدون تغيير متضمنا التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها كما خفضنا سعرنا المستهدف للسهم الى 25 ريال.



## 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 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 لكنها 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 مصفلة 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 المسؤولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية 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 الأجلة 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 خسائر 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 واردة فيها 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 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 السعودي المطلق أو الانخفاض المحتمل لجميع الأسهم في إطار تغطيتها 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، وتوقع أن يصل سعر السهم للمستوى المستهدف خلال أفق زمني بحدود 6-9 شهور.

"المحافظة على المراكز" Neutral: توقع 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 محلولنا باعتماد أفق زمني يتراوح بحدود 6-9 شهور. ويعبارة 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 المقدره للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة مماثلا 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 المقدره 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 ادارة البحوث

هاتف : +966 1 2119449

[alsudairim@alrajhi-capital.com](mailto: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