



إدارة البحوث
عبدالمك السالم

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

شركة دلة للخدمات الصحية القابضة

الربع الثاني: ارتفاع المصروفات الرأسية بسبب المستشفيات الجديدة

انخفض صافي الربح لشركة دلة للربع الثاني بنسبة 18% على أساس سنوي ليصل إلى 15 مليون ريال (-56% على أساس ربعي)، وكان بذلك أدنى كثيرا من تقديراتنا التي بلغت 32 مليون ريال. وقد ارتفعت الإيرادات بنسبة 5% على أساس سنوي، ويعزى ذلك إلى معدل التشغيل الأفضل لمستشفى الشركة بضاحية نمار، ولكنها جاءت أقل بنسبة 7% عن تقديراتنا. وقد تسببت تكاليف التشغيل المرتفعة في مستشفى نمار وانخفاض الأسعار في مستشفى الشركة بحج النخيل، إلى انخفاض الربح التشغيلي. وبالنسبة للتوقعات المستقبلية، فإننا نتوقع أن يؤدي تحسن معدل الطاقة التشغيلية في مستشفى نمار والبدء في تشغيل مستشفى الدكتور محمد الفقيه، إلى زيادة نمو الإيرادات. وبعد أن قمنا بعكس نتائج الربع الثاني الضعيفة في تقديراتنا، فقد خفضنا سعرنا المستهدف للسهم إلى 51 ريال (السعر السابق: 54 ريال/السهم) كما قمنا بتغيير تصنيفنا للشركة إلى تصنيف محايد يتضمن التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها.

الإيرادات والهوامش: بلغت الإيرادات للربع الثاني 286 مليون ريال (+5% على أساس سنوي)، ولكنها كانت أقل من تقديراتنا التي بلغت 307 مليون ريال. وقد انخفضت الإيرادات بنسبة 11% على أساس ربعي نظرا للتراجع الموسمي المتوقع في عدد المرضى. وتراجع هامش الربح الإجمالي بمقدار 110 نقطة أساس على أساس سنوي ليصل إلى 6.3% (تقديراتنا: 12.0%، الربع الأول 2019: 12.8%) ويعزى ذلك إلى الارتفاع في تكلفة التشغيل في مستشفى نمار مما يعكس مستويات تشغيل مرتفعة، و 2) انخفاض الأسعار في مستشفى الشركة بالنخيل. وقد أدى هذا العامل، مقرونا بارتفاع تكلفة التمويل (التي تعزى إلى ارتفاع مستوى تعزيز الربح التشغيلي لمستشفى دلة بضاحية نمار والخسائر المرتفعة من الشركات الزميلة "مستشفى الدكتور محمد الفقيه") إلى التسبب في انخفاض صافي الربح إلى 15 مليون ريال (-18% على أساس سنوي، -56% على أساس ربعي)، وان كانت الشركة قد استفادت جزئيا من انخفاض مصروفات الزكاة.

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

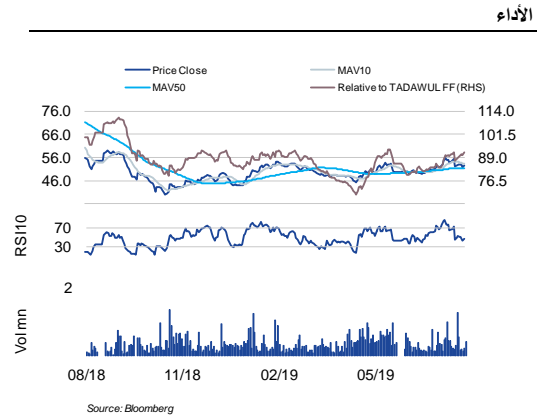
(SARmn)	Q2 2019	ARC Est.	Q2 2018	Q1 2019	% chg y-o-y	% chg q-o-q
Revenue	286	307	273	321	5%	-11%
Gross Profit	93	113	92	120	0%	-23%
Gross Margin	32%	37%	34%	37%	NA	NA
Operating Profit	18	37	20	41	-8%	-56%
Net Profit	15	32	19	35	-18%	-56%

Source: Company data, Al Rajhi Capital

النظرة المستقبلية: نتوقع في الفترة القادمة أن ترتفع الإيرادات وصافي الربح على حد سواء، مما يعكس التحسن المستمر في معدل تشغيل مستشفى نمار والبدء في مستشفى الدكتور / محمد الفقيه في نهاية 2019 والذي تمتلك فيه شركة دلة حصة تبلغ 31%. وبالإضافة إلى ذلك، فإن مستشفى دلة جدة، ومستشفى شمال الرياض مع وجود خطة لعمليتي استحواذ اثنتين، كلها قيد الدراسة حاليا. اننا نعتقد أن هذه الخطط تؤكد فرص نمو الأرباح للمدى البعيد لشركة دلة.

التقييم والملخص: رغم أن المعدل المرتفع لتشغيل مستشفى الشركة بنمار والتحسين الملحوظ في مستشفى النخيل يتوقع لهما أن يرفعا الإيرادات، إلا أن التكاليف التشغيلية يمكن أن تظل مرتفعة حتى يصل مستشفى نمار إلى طاقته التشغيلية القصوى. وبناء على طريقة تقييمنا للشركة على أساس المتوسط المرجح لطريقتي التدفقات النقدية المخصومة (متوسط مرجح لتكلفة رأس المال يبلغ 8.6% ومعدل نمو نهائي يبلغ 2.5%) وطريقة التقييم النسبي (مكرر ربح مستقبلي يبلغ 23.2 مرة)، فقد بلغ سعرنا الجديد المستهدف للسهم 51 ريال (السعر السابق: 54 ريال/السهم) وبناء عليه، فقد عدلنا تصنيفنا للشركة إلى محايد متضمنا التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها.

السعر المستهدف	51.00
السعر الحالي	52.40
التصنيف الحالي	المحافظة على المراكز
زيادة المراكز	
تخفيض المراكز	



الأرباح

(SARmn)	2018	2019e	2020e
Revenue	1180.9	1261.6	1387.6
Revenue growth	-2.6%	6.8%	10.0%
Gross profit	436.3	460.1	534.6
Gross margin	36.9%	36.5%	38.5%
EBITDA	220.5	231.4	287.4
EBITDA margin	18.7%	18.3%	20.7%
Net profit	141.8	143.9	211.7
Net margin	12.0%	11.4%	15.3%
EPS	1.89	1.92	2.82
DPS	1.50	1.75	1.75
Payout ratio	79%	91%	62%
EV/EBITDA	18.9x	18.0x	14.5x
P/E	27.7x	27.3x	18.6x
RoE	8.9%	8.9%	12.5%

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 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 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 مصدرة أو أنها تصلح لأي عرض 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 فهم 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 وأسماهم المستثمر أساسا. ويجوز أن يكون لشركة الراجحي المالية أو المسوقين 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 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 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 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 الصعودي 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: سعرا المستهدف يزيد على 10٪ فوق السعر الحالي للسهم، وتوقع أن يصل سعر السهم للمستوى المستهدف خلال أقل 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 سعرا 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 بحلولا باعتماد أفق زمني يتراوح بحدود 6-9 شهور. 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 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 ممثلا 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 ادارة البحوث

هاتف: +966 11 211 9449

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 0706/37