



يوليو ٢٠٢٢

قطاع الرعاية الصحية في المملكة العربية السعودية " نظرة مستقبلية واعدة و تسارع نبضات النمو "



محلل أسهم
إبراهيم عليوات

+٦٦٩ ١١ ٢٢٥ ٦١١٥

i.elaiwat@aljaziracapital.com.sa



المحتويات

١	المُلخَص التنفيذي
٢	نظرة على الاقتصاد الكلي
٢	تحولات كبيرة في السوق وما يعنيه ذلك بالنسبة لقطاع الرعاية الصحية
٢	الدور الرئيسي للتركيبة السكانية في الطلب على مرافق الرعاية الصحية
٤	البنية التحتية لقطاع الرعاية الصحية: فرصة للمزيد الانتشار
٥	زيادة دعم قطاع الرعاية الصحية من خلال زيادة مخصصات القطاع من الميزانية
٦	مبادرات التحول في قطاع الرعاية الصحية
٧	الفرص الرئيسية للقطاع
٧	توقعات أن تؤدي الخصخصة إلى تحقيق الكفاءة وتحسين الجودة وإرضاء الجمهور
٧	التفاوتات في توزيع أسرة المستشفيات تمثل فرص للتوسع في السوق
٨	خطط شركات الرعاية الصحية التوسعية لتلبية الطلب المتزايد
٩	انتشار تغطية التأمين الصحي يدعم القطاع الصحي
١٠	ارتفاع عدد الزوار الوافدين يتيح الفرصة للسياحة العلاجية
١٠	استجابة الحكومة لجائحة كوفيد و تنفيذ التحول الرقمي في القطاع الصحي
١٠	اكتساب الخدمات الصحية الإلكترونية أهمية أكبر
١١	أهم مصادر القلق في القطاع
١٢	استمرار ارتفاع الذمم المدينة يشكل مصدر قلق رئيسي لعدد قليل من الشركات في القطاع
١٢	ارتفاع المديونية يشكل ضغط على التدفقات النقدية للشركات وقدرتها على زيادة القروض
١٣	أهم معايير الأداء
١٥	الختام
١٦	مجموعة سليمان الحبيب الطبية
١٨	الحمادي القابضة (الحمادي)
٢٠	شركة المواساة للخدمات الطبية (المواساة)
٢٢	شركة الشرق الأوسط للرعاية الصحية
٢٤	الشركة الوطنية للرعاية الطبية (رعاية)
٢٦	شركة دله للخدمات الصحية (دله)

الملخص التنفيذي

إعادة هيكلة القطاع تنظيمياً - نمو متوقع للطلب على الرعاية الصحية بدعم من التركيبة السكانية المواتية وعدم كفاية انتشار تغطية خدمات الرعاية الصحية، والحاجة لخدمات رعاية صحية بجودة أعلى. عزز انتشار جائحة فيروس كورونا المستجد "كوفيد - ١٩" من الحاجة إلى توافر البنية التحتية الصحية وتوفير خدمات صحية افتراضية، كما دعم انتشار حاجة للتأمين الصحي. ساهمت المبادرات الحكومية للخصخصة وتحسين تغطية خدمات الرعاية الصحية في توجه القطاع الخاص إلى التوسع و بناء مستشفيات جديدة أو الاستحواذ على مرافق قائمة داخل وخارج المملكة العربية السعودية. نرى أن هذه العوامل مؤشرات جيدة تدفع نمو القطاع، حيث يسعى القطاع الخاص للاستفادة من الفرص المتاحة في السوق. لذلك، نحن متفائلون بنمو القطاع ونعتقد أن معظم الشركات ستكون قادرة على الاستفادة من الفرص الناشئة في السوق، لكن لأغراض التقييم فإن توصيتنا "محايد" بصفة عامة للقطاع ككل، حيث أن الأسعار الحالية تعكس معظم التوسعات المعلنة وفقاً للتقييمات الحالية. باستثناء توصياتنا المحايدة، نوصي لسهم رعاية "زيادة المراكز" حيث نعتقد أن السهم في منطقة تشعب بيع بعد ارتفاع المخصصات وتراجع التحويلات من وزارة الصحة والمؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية.

نحن متفائلون حول نمو القطاع بسبب تسارع التوسعات وتأثيرها الإيجابي على حجم عمليات الشركات. نتوقع أن تستفيد شركات الرعاية الصحية التي تقوم بالتوسع في المناطق الأقل تغطية والتي تدير مرافق وزارة الصحة وتلك التي تقوم بتوسعة مرافقها الحالية لتلبية نمو الطلب بالإضافة لأعمال مشاركة مقدمي الرعاية الصحية الآخرين لبناء مستشفيات جديدة و/أو الاستحواذ على مرافق طبية قائمة. بعد تنفيذ معظم التوسعات المتوقعة في السنوات الخمس القادمة، نتوقع ارتفاع إجمالي الطاقة الاستيعابية لأسرة شركات الرعاية الصحية المدرجة بما يقارب ٤٦٪. بذلك، نرى أن الشركات التي تمول جزءاً كبيراً من التوسع من خلال مواردها الداخلية مع اعتماد أقل على الاقتراض، ستكون قادرة على الحفاظ على مستويات جيدة من معدل صافي الدين إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء. نتوقع انحسار معدل الذمم المدينة في القطاع تدريجياً مع زيادة تركيز معظم الشركات باتجاه خدمة مرضى التأمين.

أكد قطاع الرعاية الصحية قدرته على الأداء خلال الربع الأول ٢٠٢٢ بنمو الإيرادات ١٥,٦٪ عن الربع الأول ٢٠٢١ - معظم نمو الإيرادات كان من دله ٢٢,٢٪ والشرق الأوسط ٢٢,٧٪ وسليمان الحبيب ١٧,٥٪. كان نمو إيرادات سليمان الحبيب ودله والحمادي من زيادة أعداد المرضى ومعدلات الإشغال، بينما كان النمو لدى المواسة من زيادة معدلات التشغيل في المراكز المتخصصة. ساهم زيادة تشغيل المرافق في الدمام وتحسن الأعمال من عميل تأمين أساسي في نمو إيرادات الشرق الأوسط للرعاية الصحية. إجمالاً، أدى ارتفاع أعداد المرضى إلى زيادة معدلات الإشغال وبالتالي نمو إيرادات المستشفى مما انعكس في زيادة مبيعات الصيدليات. قفز صافي ربح القطاع بمعدل ٢٢,٥٪ عن الربع المماثل من العام السابق نتيجة لنمو الإيرادات ومبادرات خفض التكاليف لدى معظم شركات القطاع. كان أكبر هامش إجمالي ربح لدى المواسة عند ٤٧,٢٪ ثم الحمادي ٢٨,٢٪ ودله ٢٨,٠٪ وسليمان الحبيب ٢٣,١٪.

جدول ١: السعر المستهدف والتوصية

الشركة	التوصية	السعر المستهدف (ريال سعودي للسهم)	التغير	ربح السهم المتوقع للعام ٢٠٢٢	ربح السهم المتوقع للعام ٢٠٢٢	مكرر الربحية المتوقع للعام ٢٠٢٢	عائد توزيع الربح إلى السعر (للاثني عشر شهراً)
رعاية	زيادة المراكز	٦٦,٠	٢٠,٩٪	٣,١	٣,٣	١٧,٥ مرة	١,٨٪
دلة	محايد	١١٧,٠	٢,٦٪	٣,٥	٣,٩	٣٢,٩ مرة	١,٣٪
سليمان الحبيب	محايد	١٩٣,٠	٢,٣-٪	٤,٣	٤,٣	٤٥,٥ مرة	١,٨٪
الشرق الأوسط للرعاية الصحية	محايد	٣٠,٠	١٠,٦-٪	٠,٩	١,١	٣٦,٤ مرة	-
المواسة	محايد	٢٠٩,٠	١٢,٩-٪	٦,٠	٦,٤	٤٠,٠ مرة	١,١٪
الحمادي	محايد	٣٦,٠	١٥,٢-٪	١,٢	١,١	٣٤,٦ مرة	١,٩٪

*الأسعار كما في ١٩ يوليو ٢٠٢٢ (ريال سعودي للسهم)
 المصدر: أبحاث الجزيرة كابيتال

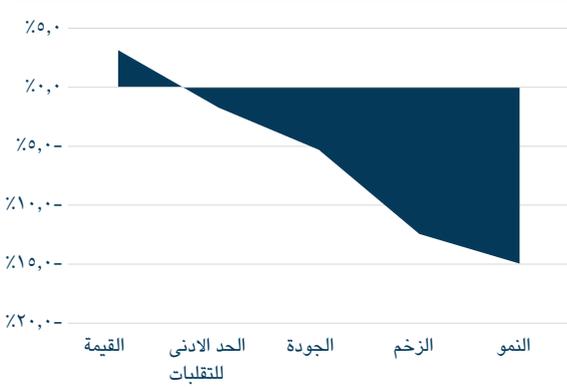
نظرة على الاقتصاد الكلي

تحولات كبيرة في السوق وما يعنيه ذلك بالنسبة لقطاع الرعاية الصحية

مع انتهاء مرحلة التمويل قليل التكلفة والسياسة النقدية المتساهلة، تغيرت أساسيات أسواق الأسهم عالمياً. مع التحول باتجاه الأسهم ذات الربحية الأعلى والنضج التشغيلي، التي يمكنها تحمل الضغوط المرتبطة بتوافر النقد، توجهت أسواق المال العالمية إلى قطاع الرعاية الصحية كمخزن للقيمة.

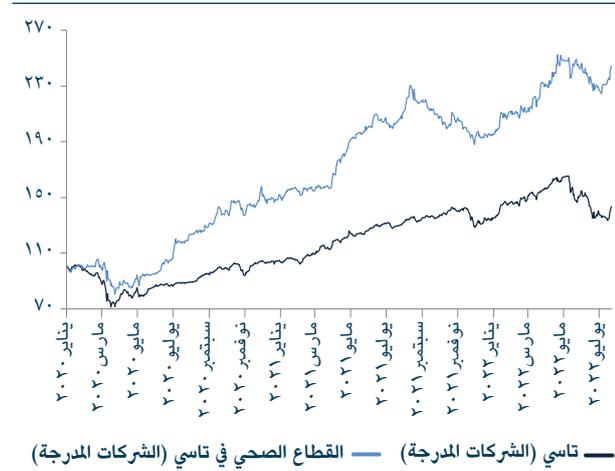
نظرًا لطبيعة القطاع غير الدورية ودوره المحوري في الخدمات الأساسية في مرحلة ما بعد فيروس كورونا المستجد "كوفيد - ١٩"، ارتفع توجه المستثمرين إلى أسهم الرعاية الصحية عالمياً، وكذلك كان التوجه في المملكة، حيث تجاوز أداء القطاع أداء السوق الرئيسي خلال العامين الماضيين. في الوقت الذي انكمش فيه مكرر الربحية، لدى قطاع الرعاية الصحية السعودي (الذي يتداول بمتوسط ربحية ٢٥,٨ مرة خلال الفترة من ٢٠١٨ إلى نهاية ٢٠٢٠) مكرر ربحية أفضل بحدود ٥٥٪ من متوسطاته السابقة في وقت هذا التقرير. أيضاً، بالإضافة إلى تغير معنويات المستثمرين حول القطاع، ينمو القطاع بدعم من خطط التوسع المكثفة لتلبية لسياسة إعادة هيكلة قطاع الرعاية الصحية والتغطية التأمينية الوطنية القادمة وزيادة المتوقعة في أعداد المرضى وارتفاع الطلب على الخدمات. في هذه المرحلة من التقرير، نرى أن أسعار أسهم شركات القطاع قريبة من أسعارها العادلة.

الشكل ١: أنماط أداء مؤشر مورغان ستانلي العالمي



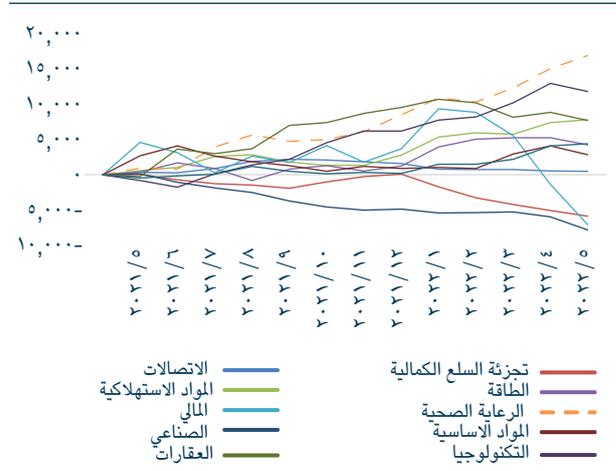
المصدر: أنماط مؤشر مورغان ستانلي العالمي، بلومبيرغ

الشكل ٣: مؤشر السوق الرئيسي مقابل أداء مؤشر قطاع الرعاية الصحية



المصدر: بلومبيرغ

الشكل ٢: التدفقات النقدية إلى صناديق القطاعات عالمياً (مليون)

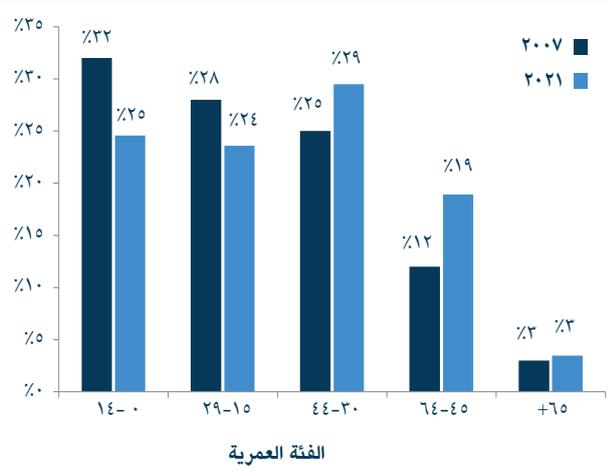


المصدر: بلومبيرغ

الدور الرئيسي للتركيبة السكانية في الطلب على مرافق الرعاية الصحية

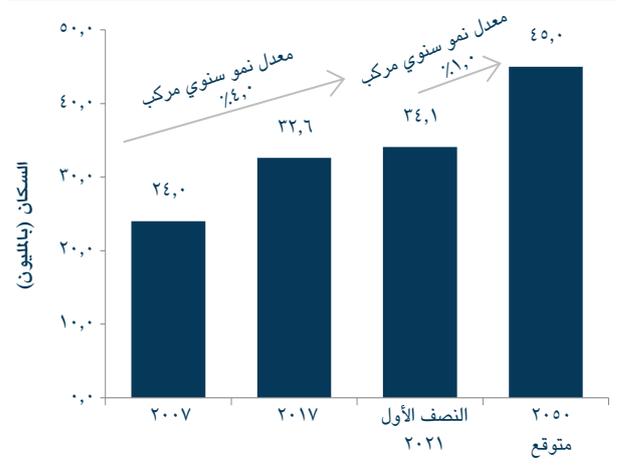
خصائص التركيبة السكانية تدعم نمو القطاع: تلعب هذه الخصائص، مثل الفئات العمرية ومتوسط الأعمار، دور رئيس في تشكيل طبيعة الطلب على خدمات الرعاية الصحية. فيما يتعلق بالمملكة العربية السعودية، فإن عدد السكان في المستقبل المنظور آخذ بالزيادة، مما ينعكس لصالح قطاع الرعاية الصحية. أدت الزيادة في عدد السكان من ٢٤,٠ مليون في ٢٠٠٧ إلى ٣٤,١ مليون في النصف الأول ٢٠٢١ إلى اتساع الأهداف المتاحة وزيادة الطلب على هذا القطاع. أيضاً، يتوقع استمرار هذه الزيادة لتصل بحسب وزارة الصحة إلى ٣٩,٥ مليون نسمة خلال العام ٢٠٣٠، ولتستمر الزيادة وصولاً إلى العام ٢٠٥٠ ولكن بمعدلات نمو أبطأ تصل بمعدل سنوي مركب إلى ١,٠٪ خلال الفترة من النصف الأول ٢٠٢١ إلى ٢٠٥٠.

الشكل ٥: الفئات العمرية للسكان



المصدر: مركز الملك عبدالله للدراسات والبحوث البترولية، الهيئة العامة للإحصاء، موقع أرقام

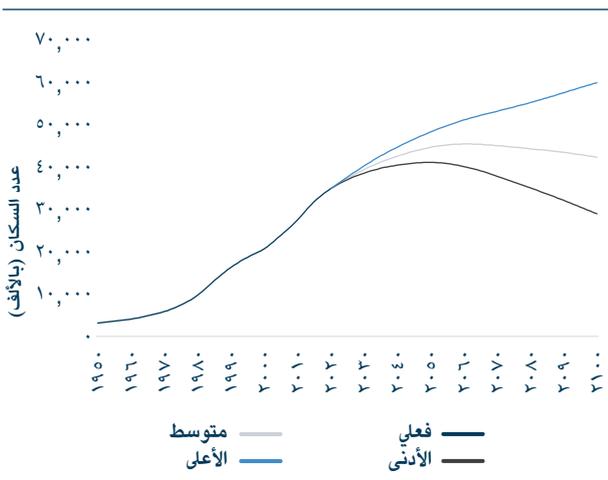
الشكل ٤: النمو السكاني



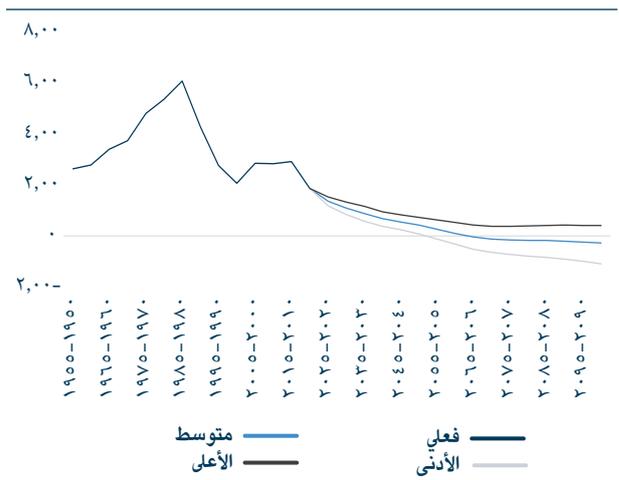
المصدر: الهيئة العامة للإحصاء، البنك الدولي

ارتفع متوسط العمر المتوقع من ٧٣,٦ سنة في ٢٠١٠ إلى ٧٤,٣ سنة في ٢٠٢٠، مما يشير إلى مجتمع يزداد فيه التحسن في نظام الرعاية الصحية. بذلك، يمكن أن يزداد متوسط العمر المتوقع، حيث جهود الحد من الحوادث التي يمكن تجنبها، مثل حوادث المرور وأمراض القلب، ضمن إجراءات إستراتيجية التحول الوطني لدى وزارة الصحة. نظرًا لأن متوسط العمر في المملكة لا يتجاوز ٣٢ عامًا، فإن معظم سكان المملكة حاليًا من الشباب ولكنهم يتقدمون في السن، بالتالي يتوقع أن تزداد متطلبات الرعاية الصحية مثل الرعاية طويلة الأجل وإعادة التأهيل وذلك مع انتقال السكان الشباب إلى فئة عمرية أكبر، لكن يتوقع نمو عدد سكان العالم بمعدل أبطأ خلال الفترة البعيدة. بما أن الإطار الزمني لهذه الظاهرة خارج نطاق هذا التقرير، فإنه يستوجب التوضيح. من المتوقع أن ينخفض معدل النمو السكاني في المملكة العربية السعودية إلى ما يقرب ٠٪. ليستقر بذلك عدد السكان بحلول الخمسينات من القرن الحالي، توفر التركيبة السكانية للمملكة فرصًا للقطاع من حيث علاج الأمراض المزمنة للسكان.

الشكل ٧: توقعات عدد السكان في المملكة



الشكل ٦: معدل النمو السكاني في المملكة (%)



المصدر: وكالة الأمم المتحدة للشؤون الاقتصادية والاجتماعية

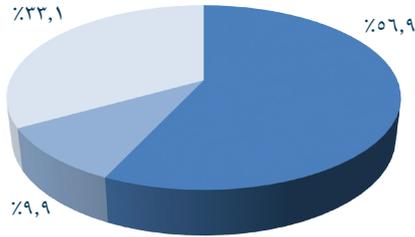


مكونات القطاع

يتكون قطاع الرعاية الصحية في المملكة من ثلاث مكونات رئيسية:

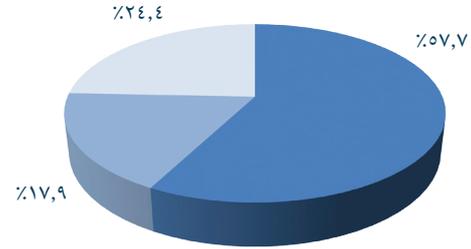
- (١) وزارة الصحة: تعمل كمنظم لأنشطة وخدمات الرعاية الصحية في المملكة؛ لها دور رئيسي في تقديم خدمات الرعاية الصحية.
- (٢) جهات شبه حكومية: تمثل المستشفيات والمراكز الصحية التي تديرها وزارة الصحة؛ تقدم الخدمات بشكل رئيسي لموظفي الجهات الحكومية. تتضمن خدمات الاستشفاء في القطاع العسكري والقوات الخاصة وغيرها من الأجهزة الحكومية.
- (٣) القطاع الخاص: يقدم الخدمات للوافدين بالإضافة للمواطنين

الشكل ٩: توزيع المستشفيات حسب القطاع (٢٠٢٠)



■ وزارة الصحة ■ شبه حكومية ■ القطاع الخاص

الشكل ٨: توزيع أسرة المستشفيات حسب القطاع (٢٠٢٠)



■ وزارة الصحة ■ شبه حكومية ■ القطاع الخاص

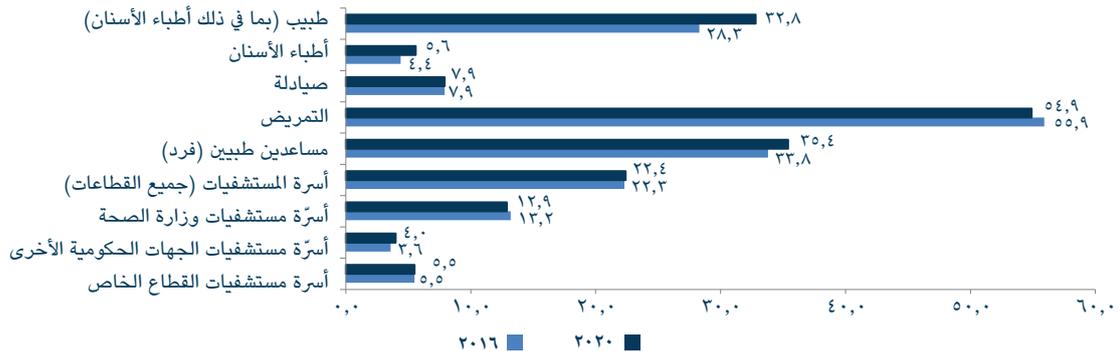
المصدر: التقرير السنوي لشركة دله للخدمات الصحية

يعتمد قطاع الرعاية الصحية في المملكة على الخدمات التي توفرها وزارة الصحة. كما في ٢٠٢٠، وصل عدد الأسرة في المستشفيات التابعة للوزارة إلى ٥٩,٠٠٠ سرير أو ما يعادل ٥٧,٧٪ من إجمالي عدد الأسرة في القطاع. فيما يتعلق بمبادرة رؤية المملكة ٢٠٣٠، تسعى الحكومة إلى تقليل اعتماد خدمات الرعاية الصحية على مرافق الوزارة مقابل تشجيع شركات القطاع الخاص على امتلاك وإدارة مرافق الخدمات الصحية في المملكة. بدأ هذا التحول فعلياً، حيث تقوم بعض شركات القطاع المدرجة بإدارة بعض مستشفيات وزارة الصحة. من خلال نموذج التحول في الرعاية الصحية، تركز الحكومة على توزيع المهام والمسؤوليات بين التنظيم وتقديم الخدمات، حيث يستمر مقدمي الخدمات في توفير خدمات عالية الجودة، بينما تعمل الوزارة كمنظم.

البنية التحتية لقطاع الرعاية الصحية: فرصة لمزيد من الانتشار

لا يزال سوق الرعاية الصحية في المملكة غير مغطى بشكل كافي، حيث يوجد ٢,٢ سرير لكل ١٠٠٠ من السكان مقابل ٤,٤ سرير في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية لكل ١٠٠٠ شخص؛ المملكة العربية السعودية متأخرة عن الدول المتقدمة بهامش كبير. يشير هذا إلى وجود فرصة كبيرة أمام الشركات الحالية للتوسع لتلبية الطلب المتزايد على خدمات الرعاية الصحية عالية الجودة.

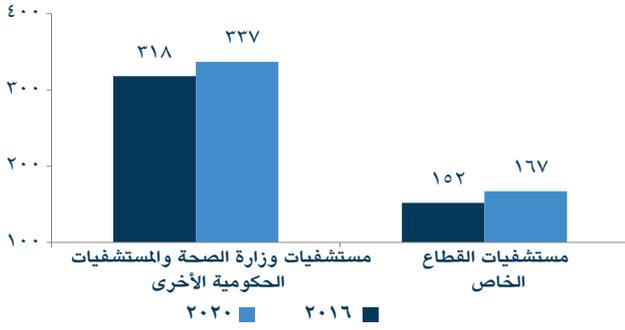
الشكل ١٠: البنية التحتية لقطاع الرعاية الصحية (لكل ١٠,٠٠٠ نسمة)



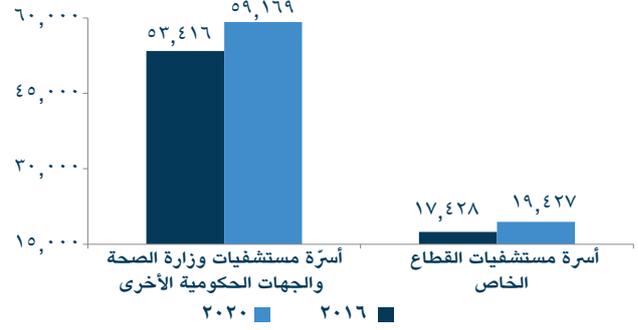
المصدر: وزارة الصحة



الشكل ١٢: توزيع المستشفيات حسب القطاع (٢٠٢٠)



الشكل ١١: توزيع أسرة المستشفيات حسب القطاع (٢٠٢٠)



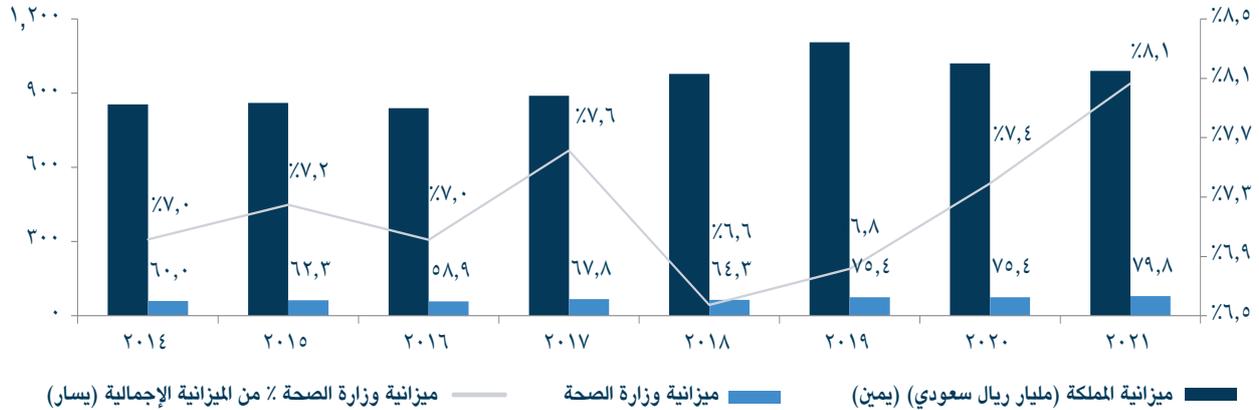
المصدر: وزارة الصحة

رفعت قطاعات الرعاية الصحية العامة والخاصة من طاقتها الاستيعابية على مر السنين لتلبية الاحتياجات المتزايدة للسكان. يبلغ متوسط عدد الأسرة في مستشفيات القطاع العام ١٧٦ سرير لكل مستشفى، وارتفع بمعدل نمو سنوي مركب ١,٩٪ في الفترة من ٢٠١٦ إلى ٢٠٢٠. ارتفع عدد أسرة القطاع الخاص بمعدل نمو سنوي مركب ٢,٨٪ في الفترة من ٢٠١٦ إلى ٢٠٢٠ بإضافة نحو ٢٠٠٠ سرير. يمتلك القطاع الخاص في المتوسط ١١٦ سرير لكل مستشفى. نعتقد أن الطاقة الاستيعابية للقطاع الخاص ستستمر في الارتفاع على المدى المتوسط إلى الطويل، بدعم من مبادرات رؤية السعودية ٢٠٣٠ والشراكة بين القطاعين العام والخاص مع الجهات الحكومية وطلب المستهلكين على الخدمات التي تقدمها الشركات الخاصة.

زيادة دعم قطاع الرعاية الصحية من خلال زيادة مخصصات القطاع من الميزانية

يمثل الإنفاق على الرعاية الصحية في المملكة ٦٠,٠٪ من إجمالي الإنفاق على القطاع في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي: خصصت الحكومة السعودية ٧٩,٨ مليار ريال سعودي من ميزانية ٢٠٢١ لوزارة الصحة، أو ما يعادل ٨,١٪ من إجمالي الميزانية، لتكون بذلك ثالث أعلى مخصص بعد التعليم والدفاع، في إشارة لجهود الحكومة السعودية الهادفة لتوفير أفضل رعاية صحية ممكنة للمواطنين.

الشكل ١٣: مخصصات الميزانية لوزارة الصحة



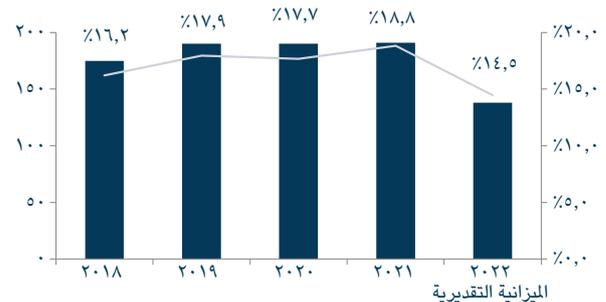
المصدر: وزارة الصحة

الشكل ١٥: نفقات خدمات الرعاية الصحية كنسبة إلى الناتج المحلي



النفقات على الرعاية الصحية (مليار ريال سعودي) (يسار)
النفقات على الرعاية الصحية كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي (يمين)

الشكل ١٤: نفقات خدمات الرعاية الصحية كنسبة إلى إجمالي الإنفاق



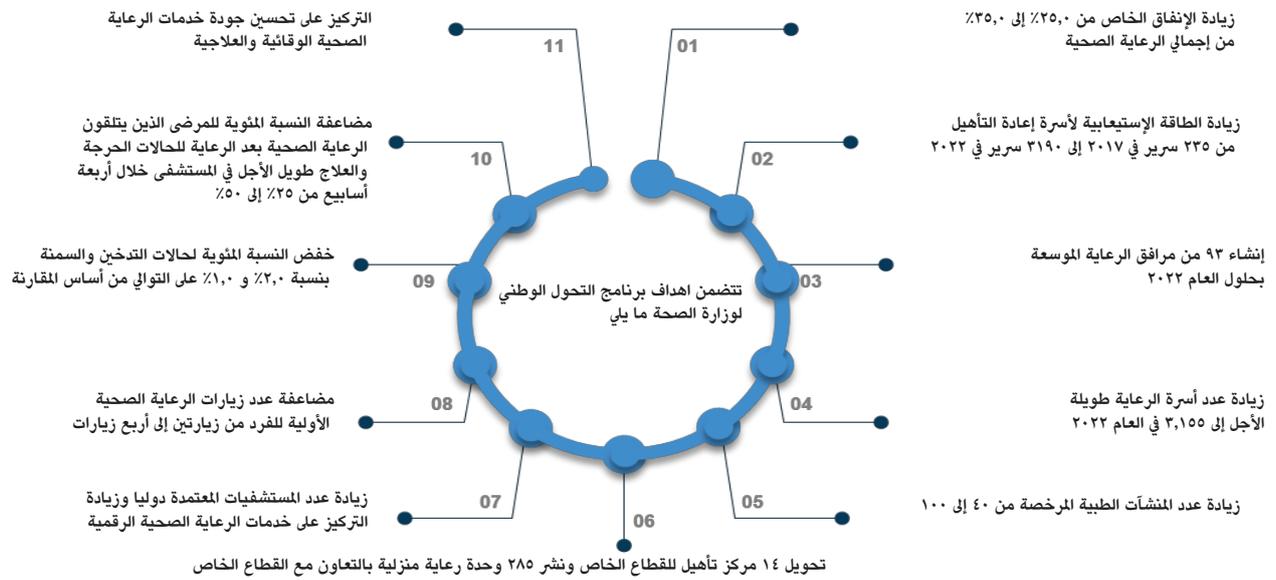
النفقات على الرعاية الصحية (مليار ريال سعودي) (يسار)
النفقات على الرعاية الصحية كنسبة مئوية من إجمالي الإنفاق (يمين)

المصدر: البنك الدولي، صندوق النقد الدولي، تقارير ميزانية المملكة العربية السعودية

الفرص الرئيسية للقطاع

توقعات أن تؤدي الخصخصة إلى تحقيق الكفاءة وتحسين الجودة وإرضاء الجمهور

وفقاً لرؤية ٢٠٣٠، تعتزم الحكومة استثمار ما يقرب من ٢٤٥,٠ مليار ريال سعودي لتطوير البنية التحتية للرعاية الصحية في المملكة. تشجع الحكومة الشراكات بين القطاع العام والقطاع الخاص لفصل مقدمي الخدمة والجهات التنظيمية وتخفيف الضغط على الإنفاق الحكومي على خدمات الرعاية الصحية الغير فعالة. يعتبر برنامج الشراكة بين القطاعين العام والخاص أحد الأسس الرئيسية لرؤية ٢٠٣٠ حيث تستهدف الحكومة زيادة مساهمة القطاع الخاص من ٤٠,٠٪ إلى ٦٥,٠٪ بحلول عام ٢٠٣٠. ويستهدف البرنامج خصخصة ٢٩٠ مستشفى و ٢,٣٠٠ مركز خدمات صحية أولية. أهم هذه المبادرات إنشاء مركز التأمين الصحي الوطني الذي يعد العامل الرئيسي في إعادة هيكلة نظام الرعاية الصحية لتغطية جميع المواقع مجاناً وبتمويل من وزارة المالية؛ دعم جيد للقطاع، حيث توفر الرعاية الصحية الشاملة لهيكل الشراكة بين القطاعين العام والخاص خدمات ميسرة للشركات تحت التغطية في هذا التقرير.

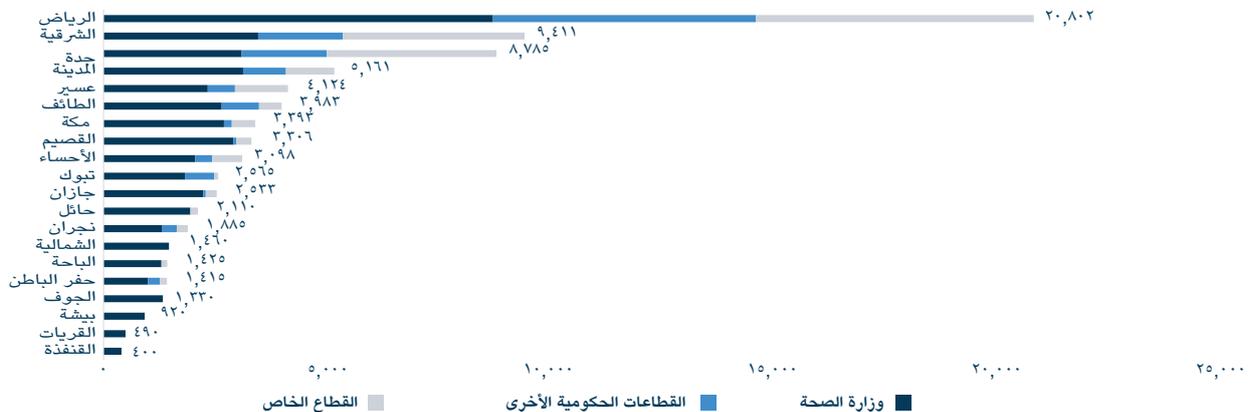


المصدر: مصادر حكومية سعودية، ملئقي الصحة العالمي في المملكة، شركة 'كولبير إيتناشيونال'

التفاوت في توزيع أسرة المستشفيات تمثل فرصاً للتوسع في السوق

يوجد تباين في أعداد الأسرة في مناطق المملكة المختلفة، حيث تستحوذ الرياض على أكبر عدد من الأسرة المتاحة البالغة ٢٠,٨٠٢ سرير (عام ٢٠٢٠). وفقاً لتقديرات منظمة الأمم المتحدة، لدى الرياض عدد ٢,٩ سرير لكل ألف فرد، ويعقبها المنطقة الشرقية بعدد ٩,٤١١ سرير، لتشكل نحو نصف عدد الأسرة المتاحة في الرياض. تمثل الرياض ومكة والمنطقة الشرقية نحو ٦٥,٠٪ من السكان.

شكل ١٦: عدد أسرة المستشفيات وفقاً للمناطق (عام ٢٠٢٠)



يبلغ يقترّب عدد أسرة المستشفيات للسكان في المدينة من التشعب بنحو ٣,٤ سرير لكل ألف فرد، يستحوذ القطاع الخاص على ٢١,٠٪ من الأسرة المتاحة، مما يشير إلى ارتفاع الاعتماد على مرافق القطاع العام. وتستحوذ المنطقة الشرقية وجدة على أعلى عدد من الأسرة الخاصة بنسبة ٤٣,٠٪ من الإجمالي. وعموماً، بغض النظر عن أنشطة القطاع الخاص المرتفعة في جدة، تمتلك المنطقة ١,٩ سرير لكل ألف فرد، مما يشير إلى سوق غير مغطاة بشكل جيد مما يتيح الفرصة للشركة للتوسع فيها، كما يبدو أن هناك تباين جغرافي في عدد الأسرة للسكان في المملكة، وكذلك توافر الخدمات المتميزة في بعض المناطق. وتقدم هذه الفجوات فرصاً للتوسعات الجغرافية الاستراتيجية.

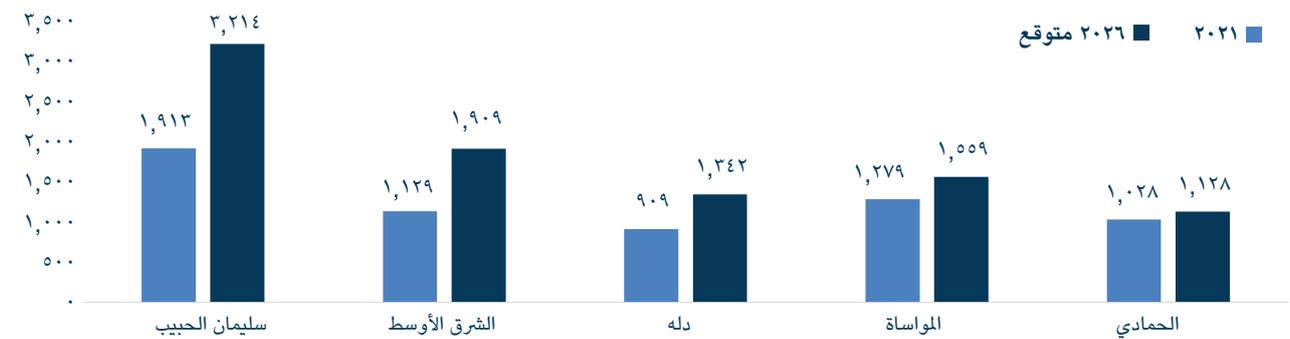
خطط شركات الرعاية الصحية للتوسعة لتلبية الطلب المتزايد

شهدت القطاعات العاملة لشركات الرعاية الصحية أداءً إيجابياً في عام ٢٠٢١ حيث حققت المستشفيات (٨٢,٢٪ من إجمالي الإيرادات) ١٩,٩٪ من النمو بالمقارنة مع الربع المماثل من العام السابق، كما جاء النمو بدعم من الارتفاع في قطاع الأدوية بنسبة ٢٤,١٪. يمكن أن يعود ارتفاع الإيرادات إلى زيادة معدلات الإشغال لمرضى التنويم والعيادات.

من هنا، دفعت الحاجة إلى وجود مرافق رعاية صحية بالإضافة إلى الرغبة في تحقيق التنوع الجغرافي وزيادة الحصة السوقية الكثير من الشركات إلى توسيع مرافقها. نتوقع أن تضيف شركات القطاع الخاص ما يقرب من ثلاثة آلاف سرير خلال الخمس سنوات القادمة.

- **الدكتور سليمان الحبيب:** تخطط الشركة لإضافة ٣٣٠ سرير و ٢٤٥ عيادة في جنوب غرب جدة و ٥٠٠ سرير و ٣٠٠ عيادة في شمال الرياض. تخطط الشركة لإضافة ٣٥٠ سرير و ٢٧٠ عيادة في شمال جدة و ١٤١ سرير و ١٠٠ عيادة في الخرج.
- **المواساة:** تخطط الشركة للتوسع في مرافقها في المدينة ليصل عدد الأسرة الإجمالي إلى ٤٠٠. نلاحظ أن شركة المواساة أعلنت خططها لتأسيس مستشفيات في ينبع والرياض والشراكة الهادفة إلى بناء مستشفى مع شركة أطباء جدة والاستثمارات المحتملة في مستشفى المراسم الدولي. وعموماً، لا يوجد بيانات كافية عن عدد الأسرة أو سعة العيادات.
- **دله للخدمات الصحية القابضة:** تخطط الشركة لإضافة ١٥٠ سرير في مستشفى نمار و ٥٠ سرير في مستشفى المملكة، بالإضافة لزيادة ٢٦ سرير في مستشفى النخيل بعد التجديد.
- **شركة الشرق الأوسط للرعاية الصحية:** تعتمد الشركة إضافة ٣٠٠ سرير و ٩٠ عيادة في مستشفى مكة. بالإضافة إلى ١٤٧ سرير و ٧٦ عيادة في مستشفى الرياض و ١٣٤ سرير و ١٦٠ عيادة في برج الرياض للعيادات الخارجية مع خطة لإضافة ٤٠ سرير إضافي في مستشفى الدمام. كما تخطط الشركة لمضاعفة السعة في جدة ودعم مستشفى صبحي بترجي بنحو ٤٥٠ سرير.
- **الحمادي:** تخطط الشركة لإنشاء مستشفى جديد في العليا بسعة ٣٠٠ سرير، ويتوقع أن يبدأ تشغيله خلال العام ٢٠٢٦.
- **رعاية:** ينتظر أن تقوم رعاية بتوسعة المستشفى الوطني بإضافة ٣٩ سرير. قامت الشركة مؤخراً بشراء قطعة أرض في مدينة الرياض بهدف إنشاء مستشفى جديد.

الشكل ١٧: الزيادة المحتملة في الطاقة الاستيعابية للشركات المدرجة خلال الخمس سنوات القادمة



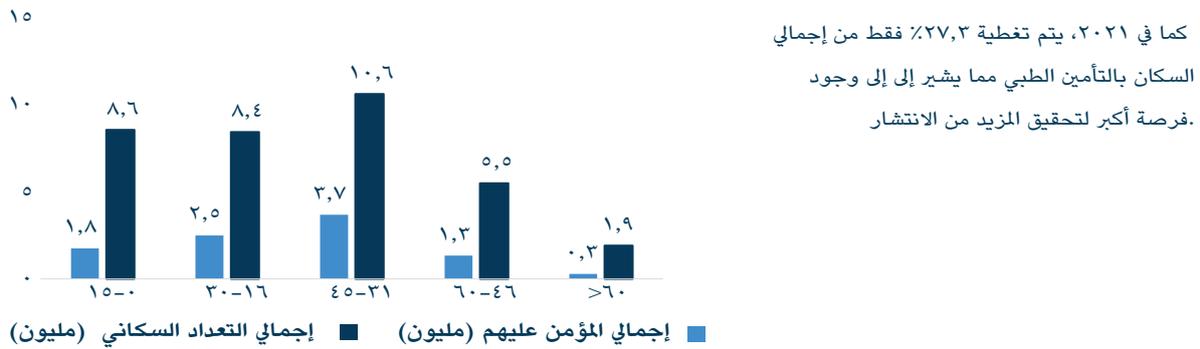
المصدر: تقارير الشركة، أبحاث الجزيرة كابيتال

توقعات بنجاح تغطية التأمين الصحي

يتعين على جميع العاملين السعوديين والمقيمين وأفراد أسرهم والحجاج وزوار المملكة الحصول على تأمين صحي. تعتبر القرارات الحكومية لزيادة تغطية التأمين الطبي بمثابة محرك نمو رئيسي للقطاع، وخاصة الشركات ذات التعرض العالي للأعمال من التأمين. على سبيل المثال؛ قام مجلس التأمين الصحي التعاوني بتحديث حزمة المزايا الأساسية اعتباراً من ١ يونيو ٢٠٢٢ لتشمل خدمات مثل مطاعيم البالغين وخدمات الطب الاتصالي والرعاية المنزلية بعد مغادرة المستشفى وجراحة استبدال مفصل الركبة.

تسعى معظم شركات القطاع إلى زيادة عملاء التأمين وتقليل الاعتماد على الإيرادات الحكومية. إن تغطية التأمين الصحي الإلزامي لجميع موظفي القطاع الخاص في ظل ارتفاع الدخل المتاح للإنفاق ودعم الحكومة لخصخصة الخدمات الطبية من شأنه أن يعزز نمو التأمين الصحي.

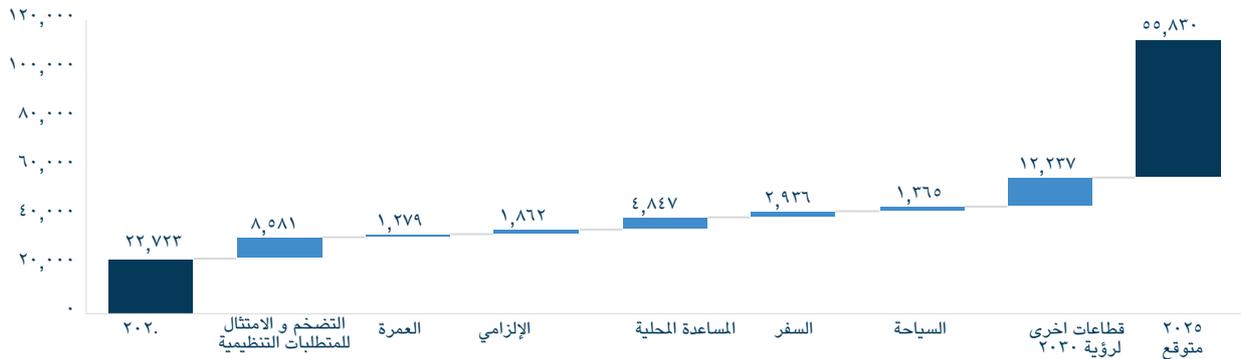
الشكل ١٨: انتشار التأمين الصحي في المملكة العربية السعودية



المصدر: Data.gov.sa

يعد قانون التأمين الإلزامي لجميع موظفي القطاع الخاص محفزاً لنمو قطاع التأمين. وفقاً لشركة بوبا العربية، يتعين تغطية ما يقارب ١,٢ مليون وافد بالتأمين، فيما سيتم تغطية أكثر من ٧٠٠,٠٠٠ مواطن سعودي من العاملين في القطاع الخاص بالتأمين، مما يشير إلى إضافة ما يقارب ١,٩ مليون عميل لشركات التأمين، مما يعني نمو محتمل بنسبة حوالي ٢٠,٠٪ مقابل ٩,٦٪ مليون من السكان المؤمنون.

الشكل ١٩: زيادة محتملة في إجمالي أقساط التأمين الصحي بحلول عام ٢٠٢٥



المصدر: بوبا العربية، مجلس الضمان الصحي التعاوني

ارتفاع عدد الزوار الوافدين يتيح الفرصة للسياحة العلاجية

تتوقع المملكة زيادة عدد الزوار في عام ٢٠٢٢ بدعم من عودة فتح الحدود بشكل تدريجي وتخفيف القيود المتعلقة بجائحة كوفيد-١٩. تتوقع وزارة السياحة أن يصل عدد السياح في عام ٢٠٢٢ إلى ١٢ مليون سائح مقابل ٤ مليون سائح في عام ٢٠٢١. ارتفع عدد السياح في المملكة العربية السعودية في الربع الأول ٢٠٢٢ بنسبة ١٣٠,٠٪ مقارنة بالربع الرابع ٢٠١٩ مما يشير إلى تعافي النشاط السياحي. خلال الفترة ما بين ٢٠١٥ إلى ٢٠٢٠، كان ٥٢,٠٪ من إجمالي الزيارات من ضيوف الرحمن، مما يجعل المملكة بقعة مقدسة رئيسية ولا سيما في مكة المكرمة والمدينة المنورة حيث يؤدي ضيوف الرحمن شعائر الحج والعمرة.

تتوقع زيادة عدد الزوار الوافدين بدعم من المبادرة الحكومية لتعزيز السياحة وزيادة عدد ضيوف الرحمن وتخفيف القيود المتعلقة بجائحة كوفيد-١٩ وتشجيع المواطنين على العلاج الطبي محلياً لإتاحة الفرص أمام شركات الرعاية الصحية لزيادة خدماتها وتحقيق احتمالات النمو.

استجابة الحكومة لجائحة كوفيد وتنفيذ الخدمات الصحية الإلكترونية

شهدت المملكة ٧٦٤,٢٤٩ إصابة مؤكدة بفيروس كورونا المستجد "كوفيد-١٩" وأكثر من ٩,٠٠٠ حالة وفاة منذ تفشي الجائحة في يناير ٢٠٢٠ وحتى مايو ٢٠٢٢. اتخذت وزارة الصحة تدابير سريعة مثل اتباع بروتوكولات التباعد الاجتماعي وتعليق الاجتماعات وفرض حظر تجوال في المرافق التجارية والخدمية للحد من انتشار الفيروس. أدى الضغط على نظام الرعاية الصحية خلال الجائحة إلى زيادة الحاجة إلى توفير خدمات سريعة وفعالة للمواطنين. كما أدى ظهور جائحة كوفيد-١٩ إلى تسريع المبادرات الحكومية لزيادة الخدمات الصحية الإلكترونية.

أطلقت وزارة الصحة تطبيقات مثل موعد وصحة للكشف عن المرض من خلال التقييم الذاتي وتقديم الاستشارات الطبية. سجل تطبيق "موعد" ٦٧ مليون طلب في عام ٢٠٢٠ وتم تقديم ٨,٦ مليون استشارة عبر تطبيق "صحة".

تشمل الخدمات الصحية الإلكترونية خدمتين ثانويتين: اللياقة البدنية الإلكترونية والخدمات الصحية الإلكترونية. يشمل سوق اللياقة البدنية الإلكترونية عدة تطبيقات للياقة البدنية والأجهزة القابلة للارتداء ومعدات التمارين المنزلية، فيما تتكون الخدمات الصحية الإلكترونية بشكل رئيسي من الحلول الصحية الرقمية مثل تقديم الاستشارات الطبية الإلكترونية أو الرعاية الصحية عن بعد.

يتمثل أحد التطورات الرئيسية لاستراتيجية المملكة للخدمات الصحية الإلكترونية في تنفيذ السجلات الطبية الرقمية، مما يتيح للمرضى والأطباء الوصول الافتراضي إلى السجلات الطبية، وهو ما يساعد على توفير اللقاحات للمرضى المعرضين للخطر ومتابعة رعاية مرضى الأمراض المزمنة. عند إدراكها لضرورة تطوير منصات إلكترونية للتعامل مع الحالات الحرجة مثل جائحة كوفيد-١٩، ركزت الحكومة على توفير خدمات الرعاية الصحية الافتراضية. خصصت الحكومة السعودية ٥,٦ مليار ريال سعودي لتقنية معلومات الرعاية الصحية وبرامج التحول الرقمي. يبلغ معدل تبني خدمات الرعاية الصحية عن بعد في المملكة العربية السعودية ما يقارب ٧٠,٠٪ ويستخدم حوالي ٣٤,٠٪ من الأطباء الشباب الذكاء الاصطناعي لتسهيل التشخيص.

يعتبر المستهلكون في المملكة العربية السعودية تقنية الخدمات الصحية الإلكترونية جزءاً لا يتجزأ من الإدارة الصحية الفعالة. هناك طلب متزايد على الحصول على استشارات عن بعد والمراقبة عن بعد والتطبيقات المتعلقة باللياقة البدنية والتغذية. تعزز مشاركة القطاع الخاص من خلال نماذج الشراكة القائمة بين القطاعين العام والخاص، قطاع الخدمات الصحية الإلكترونية في المملكة.

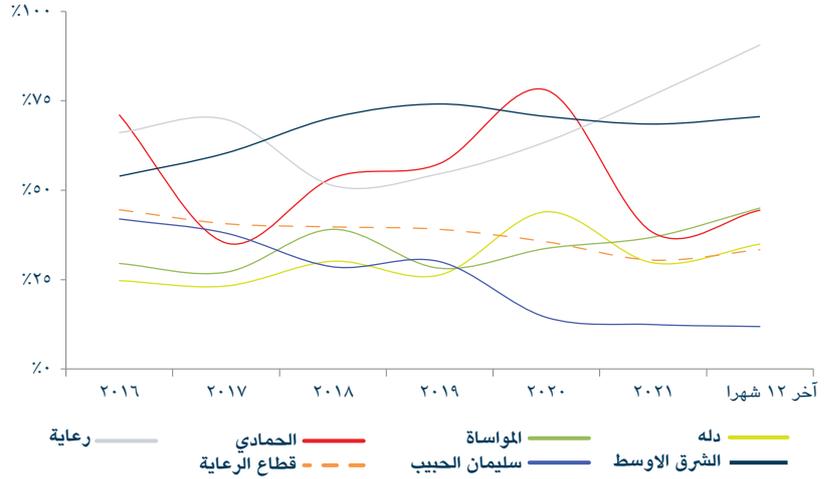
تقيم شركات الرعاية الصحية الكبيرة شراكات مع شركات تقنية المعلومات والاتصالات وشركات التقنيات الطبية وشركات التأمين لتوفير خدمات الرعاية الصحية الافتراضية. سيكون قطاع الخدمات الصحية الإلكترونية فرصة محتملة أمام الشركات للوصول إلى معظم المستهلكين

أهم مصادر القلق في القطاع

استمرار ارتفاع الذمم المدينة يشكل مصدر قلق رئيسي لعدد قليل من الشركات في القطاع

شكل ٢٠: الذمم المدينة كنسبة من الإيرادات

تعد الذمم المدينة مصدر للقلق في نظرتنا لشركتي رعاية والشرق الأوسط، حيث تبلغ نسبة الذمم المدينة خلال فترة الإثني عشر شهرا المنتهية مع نهاية الربع الاول ٢٠٢٢ كنسبة مئوية إلى الإيرادات ٩٠,٦٪ و ٧٠,٥٪ على التوالي، وذلك نتيجة لزيادة التعرض لإيرادات الحكومة والجهات ذات الصلة بالحكومة. يؤدي زيادة التركيز على الذمم المدينة إلى زيادة الضغط على التدفق النقدي وزيادة التمويل من خلال الإقتراض. كانت الشركات ذات التعرض المنخفض للحكومة مثل شركة دلة للخدمات الصحية ومجموعة الدكتور سليمان الحبيب الطبية في مركز جيد حيث بلغت نهما المالية كنسبة مئوية إلى الإيرادات ٣٥,٠٪ و ١١,٨٪ على التوالي.

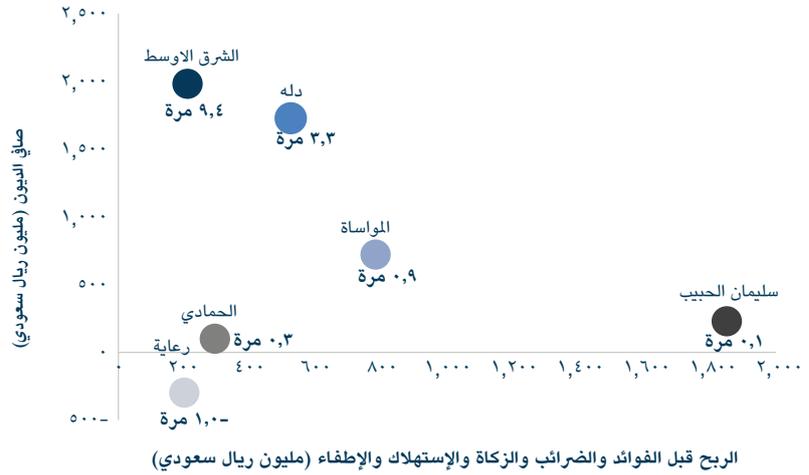


المصدر: تقارير الشركة، أبحاث الجزيرة كابيتال

ارتفاع المديونية يشكل ضغط على التدفقات النقدية للشركات وقدرتها على زيادة القروض

شكل ٢١: صافي القروض الى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والاطفاء

يشير ضعف التدفق النقدي وارتفاع المديونية لدى شركة الشرق الأوسط للرعاية الصحية مع صافي القروض إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والاطفاء لفترة اثني عشر شهرا عند ٩,٤ مرة إلى محدودية القدرة على تأمين تمويل إضافي. على الرغم من خطط التوسع الجيدة، تتمتع مجموعة الدكتور سليمان الحبيب الطبية بوضع مالي وسيولة جيدة مع صافي القروض إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والاطفاء لفترة اثني عشر شهرا عند ٠,١ مرة فقط، أقل بكثير من متوسط القطاع البالغ ٢,٢ مرة.

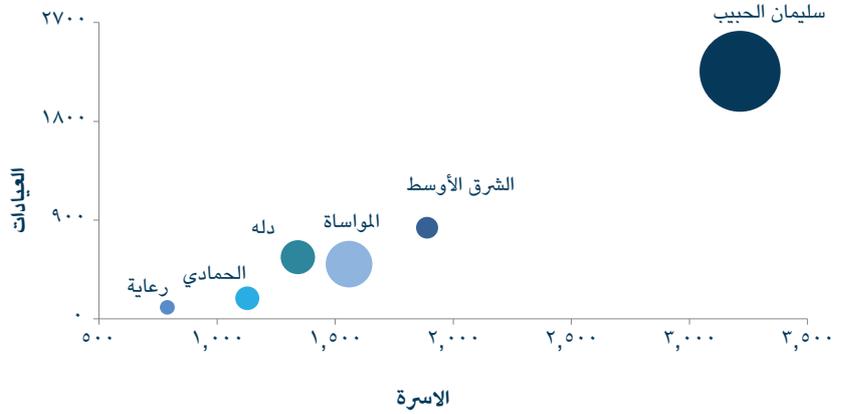


المصدر: تقارير الشركة، أبحاث الجزيرة كابيتال

أهم معايير الأداء

الشكل ٢٢: قيمة المنشأة والطاقة الاستيعابية المستقبلية

لدى مجموعة الدكتور سليمان الحبيب الطبية أكبر توسعات قيد التنفيذ مقارنة بالشركات الأخرى. تتوسع شركة المواساة للخدمات الطبية وشركة الشرق الأوسط للرعاية الصحية وشركة دلة للخدمات الصحية إما من خلال زيادة الطاقات الإنتاجية الحالية أو من خلال الاستحواذ على مرافق قائمة. كما أن هناك فرصة أمام شركة رعاية وشركة الحمادي لزيادة توسعتهما.

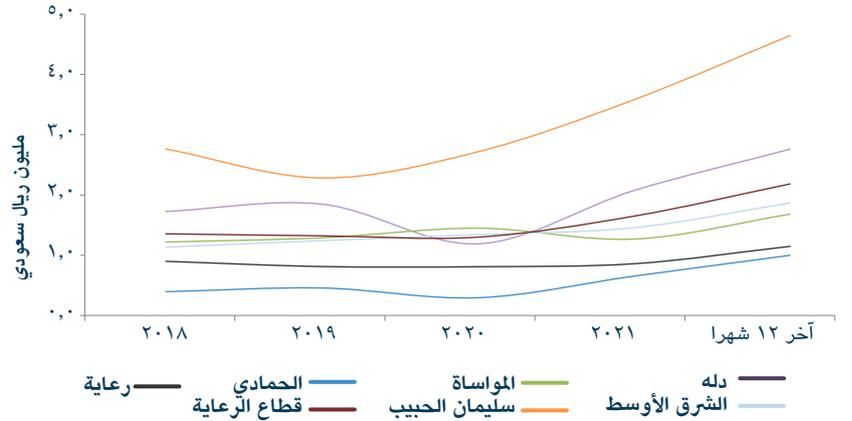


حجم الفقاعة يشير إلى قيمة المنشأة

المصدر: تقارير الشركة، بلومبرغ، أبحاث الجزيرة كابيتال

الشكل ٢٣: الإيرادات لكل سرير

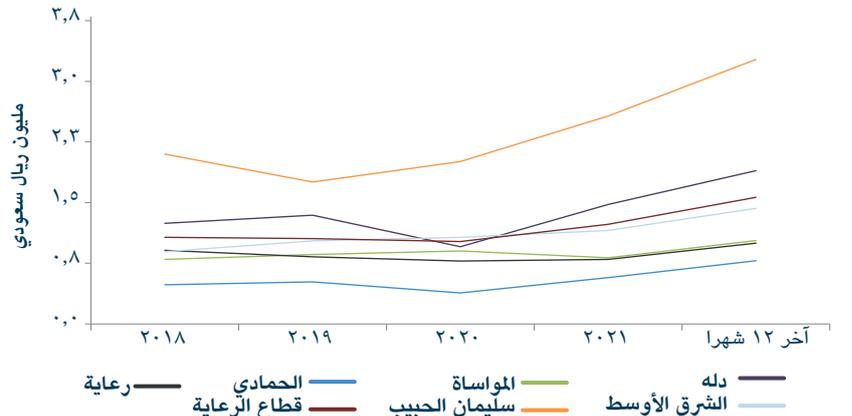
أدت التوسعات قيد التنفيذ في مجموعة الدكتور سليمان الحبيب الطبية على مر السنين إلى تحقيق أعلى إيرادات لكل سرير بين الشركات المماثلة، تصل إلى ٤,٨ مليون ريال سعودي، تليها شركة دله للخدمات الصحية بإيرادات تصل إلى ٣,٠ مليون ريال سعودي، فيما بلغت إيرادات شركة المواساة للخدمات الطبية وشركة الشرق الأوسط للرعاية الصحية ٢,١ مليون ريال سعودي لكل سرير، على التوالي. أما شركة الرعاية وشركة الحمادي فقد حققتا أقل إيرادات لكل سرير بلغت ١,٤ مليون ريال سعودي و١,٣ مليون ريال سعودي على التوالي.



المصدر: تقارير الشركة، أبحاث الجزيرة كابيتال

الشكل ٢٤: التكلفة لكل سرير

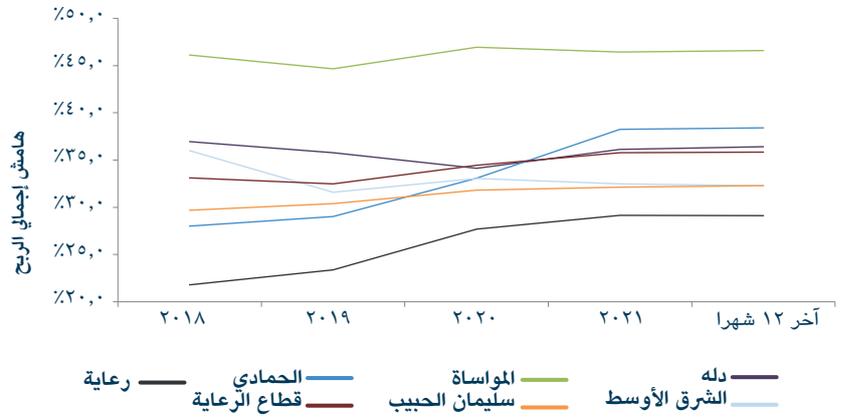
لدى الحمادي أقل تكلفة لكل سرير بقيمة ٠,٨ مليون ريال سعودي. بالرغم من تحقيق مجموعة الدكتور سليمان الحبيب الطبية لأعلى إيرادات لكل سرير، فإن التكلفة لكل سرير كانت الأعلى لديها حيث بلغت ٣,٣ مليون ريال سعودي. تعتبر التكلفة لكل سرير في دله والشرق الأوسط مقاربة لمتوسط القطاع البالغ ١,٦ مليون ريال سعودي.



المصدر: تقارير الشركة، أبحاث الجزيرة كابيتال

الشكل ٢٥: هامش إجمالي الربح

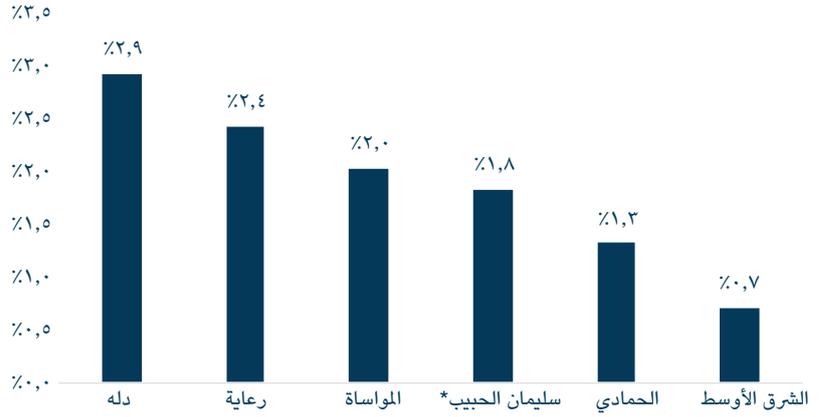
تتصدر شركة المواساة القطاع من حيث أعلى هامش لإجمالي الربح (٤٦,٦٪ خلال فترة الإثني عشر شهراً)، فيما جاء هامش إجمالي الربح لمجموعة الدكتور سليمان الحبيب الطبية (٣٢,٣٪ خلال فترة الإثني عشر شهراً) والشرق الأوسط للرعاية الصحية (٣٢,٣٪ خلال فترة الإثني عشر شهراً) وشركة رعاية (٢٩,١٪ خلال فترة الإثني عشر شهراً) أقل من متوسط القطاع (٣٥,٩٪ خلال فترة الإثني عشر شهراً).



المصدر: تقارير الشركة، أبحاث الجزيرة كابيتال

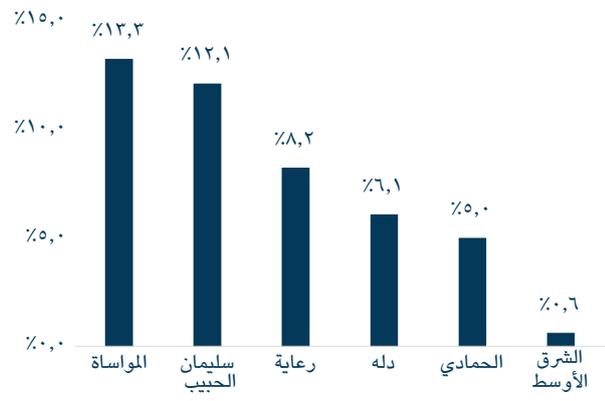
الشكل ٢٦: نسبة توزيع الأرباح إلى السعر (متوسط ٥ سنوات)

استقرت توزيعات أرباح شركة دله ورعاية والمواساة على مر السنين، حيث بلغ متوسط توزيعات الأرباح لمدة خمس سنوات ٢,٩٪ و٢,٤٪ و٢,٠٪ و١,٨٪ و١,٣٪ و٠,٧٪ على التوالي، مقارنة بكل من الحمادي والشرق الأوسط التي لم يتم فيها توزيعات للأرباح خلال بضع سنوات.

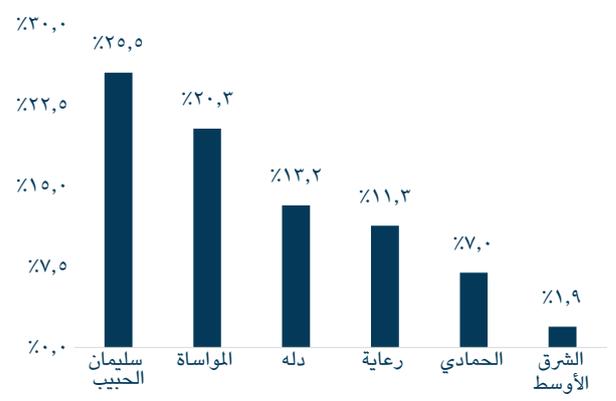


المصدر: تقارير الشركة، أبحاث الجزيرة كابيتال *ملاحظة: عائد توزيع الربح إلى السعر لسهم سليمان الحبيب هو على أساس المتوسط لثلاث سنوات

الشكل ٢٨: العائد على الأصول (الإثني عشر شهراً الأخيرة)



شكل ٢٧: العائد على حقوق المساهمين (الإثني عشر شهراً الأخيرة)



المصدر: بلومبيرغ، تقارير الشركة المالية

أظهرت مجموعة الدكتور سليمان الحبيب الطبية وشركة المواساة سجلاً حافلاً قوياً وثباتاً في الربحية في قطاع الرعاية الصحية السعودي. في المقابل، حققت شركة الشرق الأوسط أقل عوائد خلال الإثني عشر شهراً الماضية حيث بلغ العائد على حقوق المساهمين ١,٩٪ (مقابل متوسط القطاع البالغ ١٣,٢٪)، فيما بلغ العائد على الأصول ٠,٦٪ (مقابل متوسط القطاع البالغ ٧,٦٪).

الختام

يبدو أن سعر الأسهم الحالية لمعظم الشركة يعكس النمو الذي جاء بدعم من إضافة السعة. وبالتالي، نستمر في التوصية "محايد" على القطاع مع تعافي القطاع. نستمر في التوصية لسهم مجموعة الدكتور سليمان الحبيب الطبية على أساس "محايد" بسعر مستهدف ١٩٣,٠ ريال سعودي للسهم. يتم تداول سهم الشركة بمكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء عند ٣٦,١ مرة لآخر ١٢ شهراً وبمكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والإطفاء متوقع للسنة المالية ٢٠٢٣ بمقدار ٣١,٥ مرة. تعتزم الشركة إضافة أكثر من ١,٣٠٠ سرير في الخمسة أعوام القادمة، فيما يعتبر أكثر خطط التوسعات قوة وجاذبية في القطاع. نتوقع أن تتأثر الهوامش بإضافات السعة على المدى القريب. وعموماً، نعتقد أن الشركة ستشهد نتائج أفضل بعد تنفيذ التوسعات وأن تبدأ الشركة في العمل على نطاق أوسع. لدى الشركة معدل جيد للذمم المدينة إلى المبيعات (١١,٨٪) في مقابل متوسط القطاع البالغ (٢٣,٣٪)، ومستوى منخفض لصافي الديون إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والإطفاء (٠,١) مرة في مقابل متوسط القطاع البالغ (٢,٢) مرة) ومزيج من العملاء المواتي وتدفقات نقدية جيدة.

يتم تداول سهم شركة الحمادي عند مكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء بمقدار ١٦,٢ مرة لآخر ١٢ شهراً وبمكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء متوقع للسنة المالية ٢٠٢٣ بمقدار ١٧,٥ مرة. وتعمل شركة الحمادي فقط في منطقة الرياض وليس لديها أية خطط للتوسع في ماعدا منطقة العليا، في سوق تسعى الشركات الخاصة فيه للتوسع في مناطق تشهد انخفاض في الخدمات وارتفاع في الطلب على الخدمات ذات الجودة المرتفعة. يوجد لدى شركة الحمادي مجال للتوسع في المستقبل. نستمر بالتوصية "محايد" لسهم الشركة مع سعر مستهدف ٣٦,٠ ريال سعودي.

نستمر في التوصية لسهم الموساة على أساس "محايد" بسعر مستهدف ٢٠٩,٠ ريال سعودي للسهم. يتم تداول سهم الشركة عند مكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والإطفاء بمقدار ٢٨,٠ مرة لآخر ١٢ شهراً وبمكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء متوقع للسنة المالية ٢٠٢٣ بمقدار ٢٨,٠ مرة. تفوقت شركة الموساة على الشركات المماثلة من حيث الهوامش والربحية. وعموماً، تعتبر المدينة الشركة الوحيدة التي قدمت تفاصيل وخطط لزيادة الأسرة من ١٢٠ إلى ٤٠٠. نلاحظ أن الشركة تخطط للتوسع في ينبع والرياض والاستحواذ على حصة محتملة في المراسم وشركة أطباء جدة.

يتم تداول سهم شركة دله للخدمات الصحية عند مكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء بمقدار ٢١,٢ مرة لآخر ١٢ شهراً وبمكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والإطفاء متوقع للسنة المالية ٢٠٢٣ بمقدار ٢١,٣ مرة. نعتقد أن الاستئناف الأسرع لخدمات مستشفى نمار والتحسن في تشغيل مستشفى النخيل وكذلك الاستحواذ على مركز مكة الطبي على شركة درع الرعاية القابضة سيعود بالنفع على الشركة. وعموماً، لا يزال المعدل المرتفع لصافي الديون إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء للشركة (٣,٣) مرة في مقابل متوسط القطاع عند (٢,٢) مرة) أحد أهم المخاوف. نستمر بالتوصية "محايد" لسهم شركة دلة مع سعر مستهدف ١١٧,٠ ريال سعودي.

وبالنسبة لشركة الشرق الأوسط للرعاية الصحية، نستمر بالتوصية "محايد" مع سعر مستهدف ٣٠,٠ ريال سعودي للسهم. يتم تداول سهم الشركة عند مكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء بمقدار ٢٣,٧ مرة لآخر ١٢ شهراً وبمكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والإطفاء متوقع للسنة المالية ٢٠٢٣ بمقدار ١٥,١ مرة. يتوقع أن تشمل خطط توسع الشركة زيادة عدد الأسرة بأكثر من ٦٠,٠٪ في الخمسة أعوام القادمة. وتتضمن أهم المخاوف للشركة الضغوط على الهوامش كنتيجة لافتتاح مرفق مكة بالإضافة إلى توسعات أخرى وزيادة الديون (يبلغ صافي الديون إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء للشركة ٩,٤ مرة في مقابل متوسط القطاع البالغ ٢,٢) مرة) والذمم المدينة (يبلغ معدل الذمم المدينة إلى المبيعات ٧٠,٥٪).

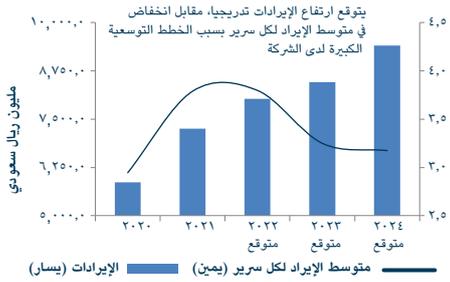
نستمر في التوصية لسهم شركة رعاية على أساس "زيادة المراكز" بسعر مستهدف ٦٦,٠ ريال سعودي. يتم تداول سهم الشركة بمكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء عند ١٧,٦ مرة لآخر ١٢ شهراً وبمكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء متوقع للسنة المالية ٢٠٢٣ بمقدار ٩,٨ مرة. أدت مبادرات شركة رعاية الهادفة إلى توفير التكاليف إلى تحسن الهوامش (هامش إجمالي الربح بلغ ٢٩,٢٪ في ٢٠٢١ في مقابل ٢٣,٤٪ في ٢٠١٩). وعموماً، لا يزال يعتبر معدل الذمم المدينة كنسبة من المبيعات أحد المخاوف لشركة رعاية (٩٠,٦٪ في مقابل متوسط القطاع البالغ ٣٣,٣٪)، نظراً لنسبة التعرض للهيئات الحكومية والشبه حكومية.

مجموعة سليمان الحبيب

التوصية:	محايد
السعر المستهدف:	١٩٣,٠
التغير:	-%٢,٣-

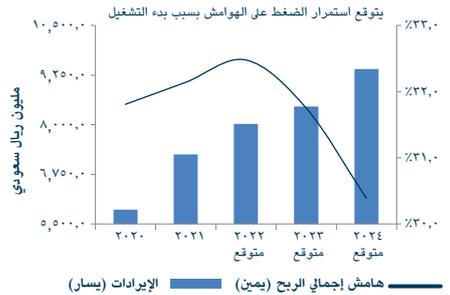
المصدر: تناول الأسعار كما في ١٩ يوليو ٢٠٢٢

الشكل ٢٩: الإيرادات والإيرادات لكل سرير



المصدر: تقارير الشركة، أبحاث الجزيرة كابيتال

الشكل ٣٠: الإيرادات وهامش إجمالي الربح



المصدر: تقارير الشركة، أبحاث الجزيرة كابيتال

الشكل ٣١: الأداء السعري



المصدر: مؤشر السوق الرئيسي، بلومبرغ

يتوقع أن تعزز التوسعات الاستراتيجية الحصة السوقية وأن تؤدي إلى نمو على المدى الطويل؛ يتوقع الضغط على هامش إجمالي الربح للعام ٢٠٢٣ وما بعده نتيجة إضافات الطاقة الاستيعابية

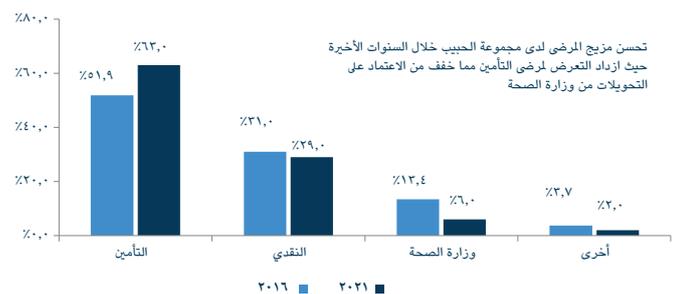
يتوقع أن تستفيد خطط التوسع الطموحة من ارتفاع الطلب وأن تؤدي إلى نمو الإيرادات. تعزز الشركة استثمار أكثر من ٧,٠ مليار ريال سعودي لزيادة عدد الأسرة الإجمالي بنسبة ٦٨,٠٪، من ١,٩١٣ إلى ٣,٢١٤ بحلول عام ٢٠٢٦. كما تعزز مجموعة الدكتور سليمان الحبيب الطبية الاستثمار في جدة، وهي سوق واعد في نظرنا حيث تعد ثالث أكبر مدينة من حيث تعداد السكان في المملكة، حيث يبلغ معدل عدد الأسرة للفرد ١,٩ فقط. تخطط الشركة إضافة ما يقرب من ٦٨٠ سرير في الفروع الواقعة في شمال وجنوب غرب جدة. نعتقد أن مجموعة الدكتور سليمان الحبيب الطبية هي الرائدة في القطاع من حيث خطط إضافة السعة، مما قد يؤهل الشركة لتعزيز ريادتها للسوق.

توفير خدمات متخصصة ومتنوعة عالية الجودة سيدعم مجموعة الدكتور سليمان الحبيب الطبية لتلبية زيادة الطلب: تقدم مجموعة الدكتور سليمان الحبيب الطبية عدة خدمات متخصصة فرعية (التلقيح الاصطناعي والسمنة والأمراض النسائية والتوليد وجراحة تقويم العظام) ومجموعة من التخصصات الأخرى التي تميز الشركة عن الشركات المماثلة. تتميز الشركة بتقديم خدمات ذات جودة عالية. نعتقد أن مجموعة الدكتور سليمان الحبيب الطبية ستتمكن من الوصول إلى مناطق جديدة من خلال الاعتماد على خدماتها المتخصصة وذات الجودة العالية.

النظرة العامة والتقييم: تتصدر مجموعة الدكتور سليمان الحبيب الطبية قطاع المستشفيات الخاصة في المملكة العربية السعودية من حيث الإيرادات لكل سرير (٤,٨ مليون ريال سعودي) وعدد الأسرة (الحصة السوقية ٩,٨٪). إن الشركة في وضع جيد يمكنها من الاقتراض لتمويل خطط التوسع بالنظر إلى تدفقاتها النقدية القوية (متوسط هامش التدفق النقدي الحر لمدة خمس سنوات عند ١٤,٥٪) وقوة مركزها المالي الذي يتميز بمديونية منخفضة. نتوقع أن يستمر صافي الديون إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء دون ١,٠ مرة. من المتوقع أن يساعد وضع الذمم المدينة الجيد وزيادة حصة الإيرادات من عملاء شركات التأمين (انظر الشكل ٣٣ مزيج العملاء) وخطط التوسع الاستراتيجي في السوق إذا تم تنفيذها بنجاح، مجموعة الدكتور سليمان الحبيب الطبية في تعزيز القيمة على المدى الطويل. نتوقع زيادة صافي الربح بمعدل سنوي مركب يبلغ ٦,٧٪ خلال الفترة من ٢٠٢١ إلى ٢٠٢٦.

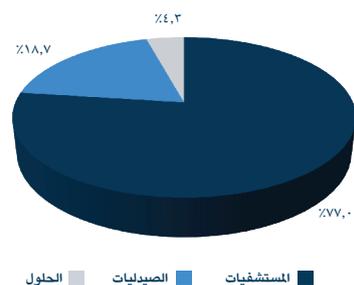
قمنا بتقييم مجموعة الدكتور سليمان الحبيب الطبية على أساس خصم التدفقات النقدية (نمو مستدام بنسبة ٢,٧٥٪ ومعدل المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ٤,٩٪)، بدعم من خطط التوسع الكبيرة مقارنة بالشركات المماثلة في المنطقة، لنتوصل بذلك إلى سعر مستهدف يبلغ ١٩٣,٠ ريال سعودي للسهم، بفرصة للانخفاض ٢,٧٪ من مستوى السعر الحالي الذي يعكس أثر الإيجابيات المتوقعة. نستمر في التوصية "محايداً" لسهم مجموعة الدكتور سليمان الحبيب الطبية.

الشكل ٣٣: مزيج العملاء



المصدر: تقارير الشركة

الشكل ٣٢: تصنيف الإيرادات



المصدر: تقارير الشركة

جدول ٢: أهم البيانات المالية

٢٠٢٦ متوقع	٢٠٢٥ متوقع	٢٠٢٤ متوقع	٢٠٢٣ متوقع	٢٠٢٢ متوقع	٢٠٢١	٢٠٢٠	٢٠١٩	المبلغ بالمليون ريال سعودي؛ ما لم يحدد غير ذلك
قائمة الدخل								
١١,٥٣٩,٣	١٠,٦٩٩,١	٩,٤٠٥,٧	٨,٤٥٥,٥	٨,٠٢٤,٥	٧,٢٥٠,٥	٥,٨٦١,٦	٥,٠١٦,٣	المبيعات
%٧,٩	%١٣,٨	%١١,٣	%٥,٤	%١٠,٧	%٢٣,٧	%١٦,٩	%٩,٣	التغير السنوي
٣,٤٥٠,٠	٣,١٦٦,٣	٢,٨٥٨,٣	٢,٦٨٤,٨	٢,٦٠٦,١	٢,٣٣٠,٢	١,٨٦٤,٤	١,٥٢٣,٥	إجمالي الربح
(٤٥١,٨)	(٤١٩,٧)	(٣٦٩,٤)	(٣٤١,٧)	(٣٢٢,١)	(٣٧٩,٤)	(٣٢٠,٢)	(٢٩٣,٨)	النفقات التشغيلية
٢,٠٣٨,٤	١,٨١٥,٤	١,٦٩٤,٠	١,٦٤٣,٧	١,٦٤١,٩	١,٤٦٦,٢	١,١١٤,٩	٨٦٧,٧	الربح التشغيلي
%١٢,٣	%٧,٢	%٣,١	%٠,١	%١٢,٠	%٣١,٥	%٢٨,٥	%٨,٣	التغير السنوي
(٨٧,٦)	(١١٨,٠)	(١٣٦,٣)	(٨٧,٠)	(٥٩,٣)	(٣٧,٩)	(٤٨,٥)	(٢٨,٠)	رسوم التمويل
١٢٠,٤	١١٢,٠	٩٩,١	٨٩,٦	٨٤,٢	٧٣,١	٦١,٤	٦٣,٥	الدخل من مصادر أخرى / الدخل من الشركات الزميلة
٢,٠٧١,٢	١,٨٠٩,٤	١,٦٥٦,٧	١,٦٤٦,٢	١,٦٦٦,٩	١,٥٠١,٣	١,١٢٧,٨	٩٠٣,٣	الربح قبل الزكاة وحقوق الأقلية
(١٦٥,٧)	(١٤٤,٨)	(١٢٢,٥)	(١٣١,٧)	(١٣٥,٣)	(١١٤,١)	(٩٢,٨)	(٦٥,٧)	الزكاة وحقوق الأقلية
١,٩٠١,٧	١,٦٦١,٣	١,٥٣٤,١	١,٥١١,٥	١,٥١٩,٨	١,٣٨٧,٦	١,٠٥٥,٥	٨٧٠,٢	صافي الربح
%١٤,٥	%٩,٢	%٠,٦	%٠,٥-	%١٠,٤	%٣٠,٤	%٢١,٣	%٨,٦	التغير السنوي
قائمة المركز المالي								
الأصول								
٢,٧٤٤	٢,٩٦٢	٣,٤٨٦	٣,٦١٦	٣,٦١٦	٣,٦٤٤	٢,٣٣٩	١,١٩٧	النقد والأرصدة البنكية
٢,٢٥٢	٢,٠٩٢	١,٨٥٦	١,٦٥٥	١,٥٨٦	١,٤٩٠	١,٤٥٤	٢,٠٨٨	أصول أخرى متداولة
١٠,٢٥٠	١٠,١٩٩	٩,٨٦٨	٩,١٤٢	٧,٨٩٦	٦,٦٥٣	٥,٦٤٨	٥,١٤٢	ممتلكات ومعدات
٤١	٤١	٤١	٤١	٤١	٤١	٤٠	٤٠	أصول أخرى غير متداولة
١٥,٢٨٧	١٥,٢٩٥	١٥,٢٥٢	١٤,٤٥٤	١٢,١٣٩	١٠,٨٢٧	٩,٤٨١	٨,٤٦٧	إجمالي الأصول
المطلوبات وحقوق المساهمين								
٣,٥٢٨	٣,٢٨٣	٣,٠٧٥	٢,٧٨٠	٢,٣٧٩	٢,٠٤٨	١,٦٩٤	١,٤٩٥	إجمالي المطلوبات المتداولة
٣,٥٥٢	٤,١٤٣	٤,٨٣٦	٤,٧٠٨	٣,١٢٧	٢,٤٤٥	٢,٠٣٠	١,٧٨٠	قروض طويلة الأجل
١,٠٣٢	٩٧٨	٨٨٦	٨١٨	٧٩٠	٨٠٨	٦٦٩	٦٠١	إجمالي المطلوبات غير المتداولة
٢١٣	٢٠٩	٢٠٦	٢٠٣	٢٠٠	١٨٨	١٧٧	١٩٧	أقلية غير مسيطرة
٦,٩٦٢	٦,٥٨٢	٦,٢٥٠	٥,٩٤٥	٥,٦٤٣	٥,٣٣٩	٤,٩١٢	٤,٣٩٤	إجمالي حقوق المساهمين
١٥,٢٨٧	١٥,٢٩٥	١٥,٢٥٢	١٤,٤٥٤	١٢,١٣٩	١٠,٨٢٧	٩,٤٨١	٨,٤٦٧	إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين
قائمة التدفق النقدي								
٢,٨٠٢	٢,٦٦٤	٢,٣٤٩	٢,٢٤١	٢,١٧١	٢,١٨٣	٢,١٧٨	١,٠٥٩	من التشغيل
(٨٣١)	(١,٠٧٠)	(١,٤١١)	(١,٨٦٠)	(١,٧٦٥)	(١,٢٤٨)	(٧٥٦)	(٧٣١)	من الاستثمار
(٢,١٩٠)	(٢,١١٨)	(١,٠٦٨)	٦١٩	(٤٣٤)	(٦٣١)	(٢٨٠)	(٥٠١)	من التمويل
(٢١٩)	(٥٢٤)	(١٢٩)	١,٠٠٠	(٢٨)	٢٠٥	١,١٤٣	(١٧٢)	التغير في النقد
٢,٧٤٤	٢,٩٦٢	٣,٤٨٦	٣,٦١٦	٣,٦١٦	٣,٦٤٤	٢,٣٣٩	١,١٩٧	النقد في نهاية الفترة
أهم النسب المالية								
نسب السيولة								
١,٤	١,٥	١,٧	١,٩	١,٨	٢,٠	٢,٢	٢,٢	النسبة الحالية (مرة)
١,٢	١,٣	١,٦	١,٧	١,٦	١,٨	٢,٠	٢,٠	النسبة السريعة (مرة)
نسب الربحية								
%٢٩,٩	%٢٩,٦	%٣٠,٤	%٣١,٨	%٣٢,٥	%٣٢,١	%٣١,٨	%٣٠,٤	هامش إجمالي الربح
%١٧,٧	%١٧,٠	%١٨,٠	%١٩,٤	%٢٠,٥	%٢٠,٢	%١٩,٠	%١٧,٣	هامش الربح التشغيلي
%٢٤,٤	%٢٣,٩	%٢٥,٣	%٢٦,٧	%٢٧,٠	%٢٤,٦	%٢٤,٤	%٢٢,٤	هامش الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والاطفاء
%١٦,٥	%١٥,٥	%١٦,٢	%١٧,٩	%١٨,٩	%١٩,٠	%١٨,٠	%١٧,٣	هامش صافي الربح
%١٢,٤	%١٠,٩	%١٠,٢	%١١,٤	%١٣,٢	%١٣,٦	%١١,٨	%١٠,٩	العائد على الأصول
%٢٨,١	%٢٥,٩	%٢٤,٩	%٢٦,١	%٢٧,٧	%٢٦,٩	%٢٢,٧	%٢٠,٠	العائد على حقوق المساهمين
								معدل التغطية
٠,٦	٠,٨	٠,٩	١,٠	٠,٧	٠,٦	٠,٥	٠,٥	معدل الديون إلى حقوق المساهمين (مرة)
نسب السوق والتقييم								
٦,١	٦,٧	٧,٦	٨,٤	٨,٨	٧,٨	٦,٦	غ/ن	مكرر قيمة الشركة إلى المبيعات (مرة)
٢٥,١	٢٧,٩	٣٠,١	٣١,٥	٣٢,٥	٣١,٩	٢٦,٨	غ/ن	مكرر قيمة الشركة إلى EBITDA (مرة)
٥,٤٣	٤,٧٥	٤,٣٥	٤,٣٢	٤,٣٤	٣,٩٣	٣,٠٢	٢,٤٩	ربح السهم (ريال سعودي)
١٩٧,٦	١٩٧,٦	١٩٧,٦	١٩٧,٦	١٩٧,٦	١٦١,٤	١٠٩,٠	غ/ن	السعر في السوق (ريال سعودي)*
٦٩,١٦٠	٦٩,١٦٠	٦٩,١٦٠	٦٩,١٦٠	٦٩,١٦٠	٥٦,٤٩٠	٣٨,١٥٠	غ/ن	قيمة الشركة السوقية (مليون ريال سعودي)
%٢,٢	%١,٩	%١,٨	%١,٧	%١,٨	%١,٧	%١,٩	غ/ن	عائد توزيع الربح إلى السعر
٣٦,٤	٤١,٦	٤٥,٥	٤٥,٨	٤٥,٥	٤١,٠	٣٦,١	غ/ن	مكرر الربحية (مرة)
٩,٩	١٠,٥	١١,١	١١,٦	١٢,٣	١٠,٦	٧,٨	غ/ن	مكرر القيمة الدفترية (مرة)

المصدر: تقارير الشركة، تحليلات الجزيرة كابيتال

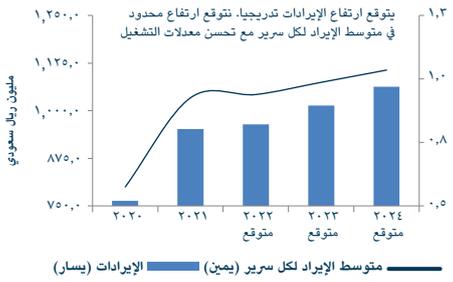
تقرير قطاع الرعاية الصحية السعودي

الحمادي القابضة (الحمادي)

التوصية:	محايد
السعر المستهدف:	٣٦,٠
التغيير:	١٥,٢-%

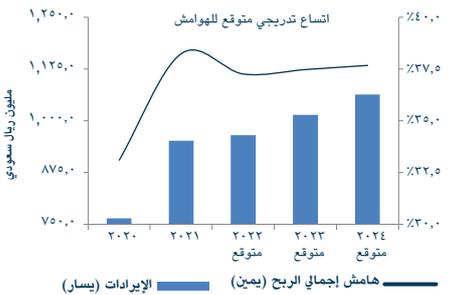
المصدر: تناول الأسعار كما في ١٩ يوليو

شكل ٣٤: الإيرادات والإيرادات لكل سرير



المصدر: تقارير الشركة، أبحاث الجزيرة كابيتال

شكل ٣٥: الإيرادات وهامش إجمالي الربح



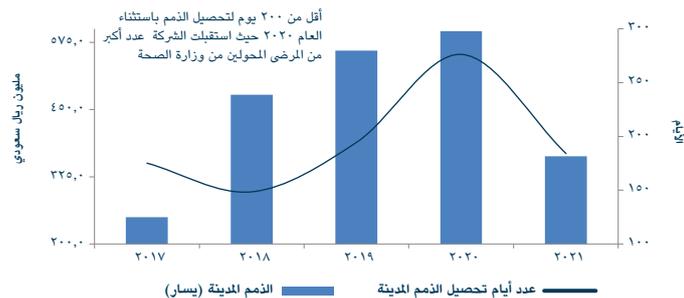
المصدر: تقارير الشركة، أبحاث الجزيرة كابيتال

شكل ٣٦: الأداء السعري



المصدر: مؤشر السوق الرئيسي، بلومبرغ

شكل ٣٨: الذمم المدينة وعدد أيام التحصيل



المصدر: تقارير الشركة

شكل ٣٧: تصنيف الإيرادات



المصدر: تقارير الشركة

الاعتماد على مستشفى الزهراء ومستشفيات السعودي لمواصلة زيادة عدد المرضى؛ ومع ذلك، فإن خطط التوسع المحدودة وتحقيق تدفقات نقدية معتدلة يجعلنا متحفزين للسهم.

من المتوقع أن يستمر زخم أداء مستشفيات الزهراء والسويدي: لدى الحمادي أكبر عدد من الأسرة في الرياض يتجاوز ١,٣٠٠ سرير. ومع ذلك، بعد إغلاق فرع العليا، انخفض عدد الأسرة إلى ١,٠٢٨ سرير (العدد الحلي لمرافق مستشفى الزهراء ومستشفيات السعودي معاً) مما أثر على مكانتها الرائدة في السوق في مدينة الرياض (انخفضت الحصة السوقية للأسرة الخاصة في الرياض إلى ٥,٣% بعد إغلاق فرع العليا من ٦,٨%). نتوقع أن يؤدي تحسن أعداد المرضى ومرضى التنويم في الزهراء والسويدي وتحسن أداء مرافق الزهراء وزيادة الكفاءة التشغيلية (بلغ متوسط هامش التشغيل للفترة من عام ٢٠٢٢ إلى ٢٠٢٦ ٢٤,١%) نتيجة انخفاض المخصصات المتوقعة إلى تحقيق إيرادات بمعدل سنوي مركب يبلغ ٥,٢% خلال الفترة من ٢٠٢١ إلى ٢٠٢٦.

من المتوقع تقيد النمو في ظل عدم وجود خطط توسع على المدى المتوسط؛ في إطار القطاع المتنامي: باستثناء استبدال فرع العليا الذي من المتوقع إنجازه في عام ٢٠٢٦، ليس لدى الحمادي أية خطط إضافية للتوسع على المدى المتوسط، كما تخطط الشركة للحد من عروضها في مدينة الرياض. نعتقد أن شركة الحمادي ستتأخر عن نظرائها بسبب عدم قدرتها على اغتنام فرص النمو في السوق نتيجة قلة خطط التوسع على المدى المتوسط.

النظرة العامة والتقييم: نعتقد أن تحسن معدل التشغيل للطاقة الاستيعابية لمرافق الزهراء وقدرتها الشركة على جذب مزيج أفضل من العملاء من شأنه أن يدفع النمو. بالإضافة إلى ذلك، من المتوقع أن تؤدي جهود تحسين التكلفة واحتمال تخفيض مصاريف المخصصات إلى زيادة الهامش على المدى المتوسط. نتوقع أن يبلغ هامش إجمالي الربح ٢٧,٢% للعام ٢٠٢٢ و٢٧,٥% للعام ٢٠٢٣. نتوقع أن يبلغ متوسط هامش التدفق النقدي الحر ١٨,٩% وعائد التدفق النقدي الحر للفترة من ٢٠٢٢ إلى ٢٠٢٦ عند ٣,٠%. يشكل التنوع الجغرافي المحدود وتأخر بناء فرع العليا الجديد ومنافسة الشركات الأخرى مثل دله ومجموعة الدكتور سليمان الحبيب الطبية والمواساة والشرق الأوسط، خطراً كبيراً.

حددنا وزن نسبي لتقييم شركة الحمادي على أساس خصم التدفقات النقدية عند ٦,٠% (نمو مستدام بنسبة ٢,٥% ومعدل المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ٧,١%)، ووزن نسبي ٢٠% متوقع للعام ٢٠٢٣ لكل من مكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء عند ١٨,٠ مرة ومكرر الربحية عند ٣٠,٠ مرة، لنصل بذلك إلى سعر مستهدف للسهم عند ٣٦,٠ ريال سعودي، أقل من مستوى السعر الحالي بنسبة ١٥,٢%. نوصي "محايد" لسهم شركة الحمادي.

جدول ٣: أهم البيانات المالية

٢٠٢٦ متوقع	٢٠٢٥ متوقع	٢٠٢٤ متوقع	٢٠٢٣ متوقع	٢٠٢٢ متوقع	٢٠٢١	٢٠٢٠	٢٠١٩	المبلغ بالمليون ريال سعودي؛ ما لم يحدد غير ذلك
قائمة الدخل								
١,١٦٧,١	١,١٠٣,٢	١,٠٦٣,٧	١,٠١٤,٢	٩٦٤,٩	٩٥١,٩	٧٦٤,١	٩٧٤,١	الإيرادات
%٥,٨	%٣,٧	%٤,٩	%٥,١	%١,٤	%٢٤,٦	%٢١,٦-	%٩,٠	التغير السنوي
٤٣٦,٧	٤١٧,٨	٤٠٠,٧	٣٨٠,١	٣٥٩,٥	٣٦٤,٠	٣٥٢,٨	٣٨٢,٦	إجمالي الربح
(١٥٨,٥)	(١٤٨,٥)	(١٤٣,٨)	(١٣٧,٥)	(١١٧,٢)	(٢٣٢,٨)	(١٤٣,٦)	(١٣٦,١)	النفقات التشغيلية
٣٧٨,٣	٣٦٩,٣	٣٥٦,٩	٣٤٢,٦	٣٤٢,٣	١٣١,٢	١٠٩,٣	١٤٦,٥	الربح التشغيلي
%٣,٣	%٤,٨	%٥,٩	%٠,١	%٨٤,٦	%٢٠,١	%٢٥,٤-	%٦,١	التغير السنوي
(٣٠,٥)	(٣٣,٨)	(٣٦,٥)	(٤٠,٨)	(٣٠,٥)	(١٥,٧)	(٢٥,١)	(٣٧,١)	مصاريف تمويل
٢٤٧,٨	٢٣٥,٦	٢٢٠,٥	٢٠١,٧	٢٠٤,٧	١١٧,٦	٨٤,٢	١٠٩,٥	صافي الربح قبل الزكاة
(٢٦,٩)	(٢٥,٩)	(٢٤,٣)	(٢٢,٢)	(٢٠,٦)	(١٨,٧)	(١٩,٩)	(١٦,٥)	الزكاة
٢٢٠,٩	٢٠٩,٧	١٩٦,٢	١٧٩,٥	١٨٤,١	٩٠,١	١٣٠,٨	٩٣,٠	صافي الدخل
%٥,٤	%٦,٨	%٩,٣	%٢,٥-	%١٠٤,٣	%٣١,١-	%٤٠,٧	%٣,٥	التغير السنوي
قائمة المركز المالي								
الأصول								
١,٣٧٧	١,١٦٢	٩٤٩	٧٠٨	٤٩٩	١٢١	١٤	٧٦	النقد وما في حكمه
٥٩٦	٥٢٣	٥٤٤	٥٢٠	٤٩٦	٤٤٢	٧٠٣	٦٦٨	أصول أخرى متداولة
١,٤٦٩	١,٥٣٤	١,٥٩٥	١,٦٥٦	١,٧٠٢	١,٧١١	١,٧٣٨	١,٨١٧	موجودات غير متداولة
١,٣٠٥	١,٣٦٤	١,٤٢١	١,٤٧٨	١,٥٢٢	١,٥٣٥	١,٦٥٢	١,٧٣٩	المباني والممتلكات والمعدات
١٥٨	١٦١	١٦٣	١٦٥	١٦٦	١٦٤	٦٦	٥٥	أصول أخرى غير متداولة
٣,٤٣٦	٣,٢٥١	٣,٠٧٧	٢,٨٧٠	٢,٦٨٤	٢,٣٦٢	٢,٤٣٥	٢,٥٢٨	إجمالي الأصول
المطلوبات وحقوق المساهمين								
٢٩٧	٢٨٨	٢٧٦	٢١٩	٢١٥	٢٢٧	٣٢٦	٣٢٥	إجمالي المطلوبات المتداولة
٣٩٤	٤٤٤	٤٩٤	٥٤٤	٥٤٤	١٧٩	١٩٧	٤٣٠	قروض طويلة الأجل
٢١٦	٢١٠	٢٠٨	٢٠٥	٢٠١	١٩٦	٢١٣	٢١٧	إجمالي المطلوبات غير المتداولة
١,٦٠٠	١,٦٠٠	١,٦٠٠	١,٦٠٠	١,٦٠٠	١,٦٠٠	١,٦٠٠	١,٦٠٠	رأس المال المدفوع
١١٠	٨٨	٦٧	٤٨	٣٠	٧٣	٦٤	٥١	احتياطي نظامي
٨١٩	٦٢١	٤٣٢	٢٥٥	٩٤	٣٨٦	٤٣٤	٣١٥	ارباح مبقاة
٢,٥٢٠	٢,٣٠٩	٢,٠٩٩	١,٩٠٣	١,٧٢٣	١,٦٥٩	١,٦٩٩	١,٥٦٦	إجمالي حقوق المساهمين
٣,٤٣٦	٣,٢٥١	٣,٠٧٧	٢,٨٧٠	٢,٦٨٤	٢,٣٦٢	٢,٤٣٥	٢,٥٢٨	إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين
قائمة التدفق النقدي								
٣٤١	٣٣٩	٣١٠	٢٧٦	٢٦٦	٤٣٥	٣٢٩	١٨٣	من التشغيل
(٧٦)	(٧٥)	(٦٩)	(٦٧)	(٩٥)	(١٣٣)	(٢٧)	(٤٥)	من الاستثمار
(٥٠)	(٥٠)	-	-	٢٠٧	(١٩٤)	(٣٦٣)	(١٠٦)	من التمويل
٢١٥	٢١٤	٢٤١	٢٠٨	٣٧٩	١٠٧	(٦٢)	٣٢	التغير في النقد
١,٣٧٧	١,١٦٢	٩٤٩	٧٠٨	٤٩٩	١٢١	١٤	٧٦	النقد في نهاية الفترة
أهم النسب المالية								
نسب السيولة								
٦,٦	٦,٠	٥,٤	٥,٦	٤,٦	٢,٥	٢,٢	٢,٣	النسبة الحالية (مرة)
٦,٤	٥,٨	٥,٢	٥,٤	٤,٤	٢,٢	٢,٠	٢,١	النسبة السريعة (مرة)
نسب الربحية								
%٣٧,٤	%٣٧,٩	%٣٧,٧	%٣٧,٥	%٣٧,٣	%٣٨,٢	%٣٣,١	%٢٩,٠	هامش إجمالي الربح
%٢٣,٨	%٢٤,٤	%٢٤,٢	%٢٣,٩	%٢٥,١	%١٣,٨	%١٤,٣	%١٥,٠	هامش الربح التشغيلي
%٣٥,٧	%٣٦,٦	%٣٦,١	%٣٥,٠	%٣٥,٤	%٢٦,٢	%٢٩,٠	%٢٥,٦	هامش الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء
%١٨,٩	%١٩,٠	%١٨,٤	%١٧,٧	%١٩,١	%٩,٥	%١٧,١	%٩,٥	هامش صافي الربح
%٦,٦	%٦,٦	%٦,٦	%٦,٥	%٧,٤	%٣,٨	%٥,٣	%٣,٧	العائد على الأصول
%٩,١	%٩,٥	%٩,٨	%٩,٩	%١٠,٩	%٥,٤	%٨,٠	%٦,١	العائد على حقوق المساهمين
معدل التغطية								
٠,١٨	٠,٢١	٠,٢٦	٠,٢٩	٠,٣٢	٠,١٣	٠,١٤	٠,٣٧	معدل الديون إلى حقوق المساهمين (مرة)
نسب السوق والتقييم								
٥,٠	٥,٦	٦,٠	٦,١	٥,٣	٥,٤	٤,٨	٥,٧	مكرر قيمة الشركة إلى المبيعات (مرة)
١٤,١	١٥,٢	١٦,٦	١٧,٥	١٥,٠	٢٠,٨	١٦,٧	٢٢,٥	مكرر قيمة الشركة إلى EBITDA (مرة)
١,٤	١,٣	١,٢	١,١	١,٢	٠,٨	٠,٥	٠,٨	ربح السهم (ريال سعودي)
١٥,٨	١٤,٤	١٣,١	١١,٩	١٠,٨	١٣,٨	١٤,٢	١٣,١	القيمة الدفترية المعدلة للسهم (ريال سعودي)
٤٢,٤٥	٤٢,٤٥	٤٢,٤٥	٤٢,٤٥	٤٢,٤٥	٤٠,٣٠	٢٨,٩٠	٢١,٠٠	السعر في السوق (ريال سعودي)*
٦,٧٩٢,٠	٦,٧٩٢,٠	٦,٧٩٢,٠	٦,٣١٧,٥	٥,٠٩٤,٠	٥,٠٩٤,٠	٣,٤٦٨,٠	٥,٠٩٤,٠	قيمة الشركة السوقية (مليون ريال سعودي)
%٠,٠	%٠,٠	%٠,٠	%٠,٠	%١,٩	%٣,٦	%٠,٠	%٠,٠	عائد توزيع الربح إلى السعر
٣٠,٧	٣٢,٤	٣٤,٦	٣٧,٨	٣٤,٦	٣٦,٧	٥٣,٩	٢٧,١	مكرر الربحية (مرة)
٢,٧	٢,٩	٣,٢	٣,٦	٣,٩	٢,٢	٢,٠	١,٦	مكرر القيمة الدفترية (مرة)

المصدر: تقارير الشركة. خليات الجزيرة كابيتال

تقرير قطاع الرعاية الصحية السعودي

شركة الموساة للخدمات الطبية (المواساة)

يتوقع أن يؤدي الإسراع بتشغيل مستشفى المدينة المنورة وزيادة حركة المرضى إلى دعم نمو الإيرادات

التوسعة في الدمام والمدينة المنورة يدعم نمو الإيرادات؛ لازالت بعض التفاصيل غير واضحة حيال التوسعات المستقبلية؛ أكملت الشركة بدء تشغيل ٢٠٠ سرير في مستشفى الرعاية طويلة الأجل بالدمام وخطت لإضافة ٢٨٠ سرير في مستشفى المدينة المنورة. يوفر سوق المدينة المنورة الذي يحتاج إلى الخدمات الطبية المتخصصة مجالاً كبيراً للشركة لتوسعة خدماتها في المنطقة. نتوقع أن تحقق شركة الموساة إيرادات من خلال تواجدها في المناطق التي تعاني من نقص الخدمات الطبية المتاحة، بالنظر إلى قدرة الشركة على الاستفادة من زيادة حركة المرضى. تخطط الشركة لإنشاء مستشفى جديد في كل من ينبع والرياض، ونعتقد أنه في حالة تنفيذ ذلك، قد يضيف قيمة، نتيجة تأثير الطاقة الاستيعابية الجديدة في صافي الربح خلال الفترة القادمة. شراكات الموساة مع أطباء جدة والاستحواذ الجاري على مستشفى مراسم الدولي في مصر؛ لكن نتظر المزيد من التفاصيل لتضمين الافتراضات ذات العلاقة في تقييمنا.

استمرار الهوامش تحت الضغط في العامين ٢٠٢٢ و ٢٠٢٣ وارتفاعه بعد ذلك؛ أظهرت الشركة كفاءة في إضافات الطاقة الاستيعابية خلال الفترة السابقة. نتوقع بعض التأثير من تشغيل إضافات الطاقة الاستيعابية في ٢٠٢٢ و ٢٠٢٣، ثم استقرار في تحسن الهوامش بعد ذلك. نتوقع انكماش هامش إجمالي الربح في ٢٠٢٢ و ٢٠٢٣ بمعدل ٥٠ نقطة أساس عن العام السابق.

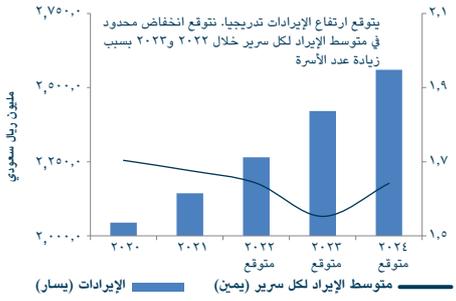
النظرة العامة والتقييم: تشكل الموساة ما يقارب ٢٣,٠٪ من إجمالي عدد الأسرة في القطاع الخاص بالمنطقة الشرقية. نتوقع زيادة الإيرادات بمعدل نمو سنوي مركب ٧,٤٪ للفترة من ٢٠٢١ إلى ٢٠٢٦، بدعم من عروض خدمات الشركة المربح ومكانتها الرائدة في المنطقة الشرقية. نتوقع أن تستفيد الشركة من شراكاتها الرئيسية مع أرامكو والمكانة الجيدة في خدمات الفئة ب. تقدم الموساة عائدات مستقرة (العائد على حقوق المساهمين ٢٠,٣٪ مقابل متوسط القطاع ١٣,٢٪)، بدعم من مزيج المرضى، وعروض الخدمات التخصصية الفرعية والعلامة التجارية القوية. نعتقد أن شركة الرعاية الصحية لديها مركز مالي جيد وقدرة على توليد التدفق النقدي (متوسط هامش التدفق النقدي الحر ٢٩,٦٪ وعائد التدفق النقدي الحر ٣,٣٪ متوقع للفترة من ٢٠٢٢ إلى ٢٠٢٦) لتمويل المشاريع الإضافية.

حددنا وزن نسبي لتقييم شركة الموساة على أساس خصم التدفقات النقدية عند ٦٠٪ (نمو مستدام بنسبة ٢,٥٪ ومعدل المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ٦,٣٪)، ووزن نسبي ٢٠٪ لكل من مكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والذكاة والإطفاء متوقع للعام ٢٠٢٣ عند ٢٣,٠ مرة ومكرر الربحية عند ٣٢,٠ مرة، لنصل بذلك إلى سعر مستهدف للسهم عند **٢٠٩ ريال سعودي**، أقل من مستوى السعر الحالي بنسبة ١٢,٩٪. نستمر في التوصية "محايد" لسهم شركة الموساة للخدمات الطبية.

التوصية:	محايد
السعر المستهدف:	٢٠٩,٠
التغير:	-١٢,٩٪

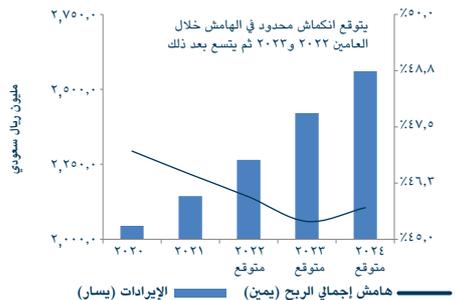
المصدر: تداول* الأسعار كما في ١٩ يوليو

شكل ٣٩: الإيرادات والإيرادات لكل سرير



المصدر: تقارير الشركة، أبحاث الجزيرة كابيتال

شكل ٤٠: الإيرادات وهامش إجمالي الربح



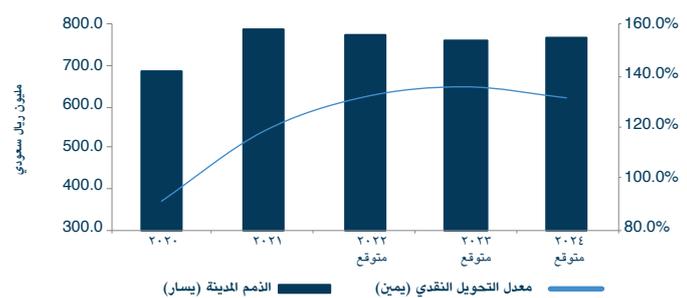
المصدر: تقارير الشركة، أبحاث الجزيرة كابيتال

شكل ٤١: الأداء السعري



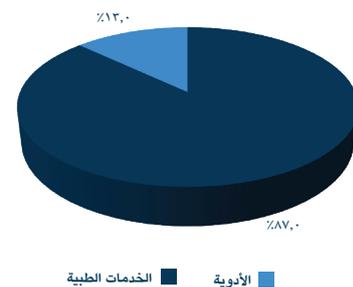
المصدر: مؤشر السوق الرئيسي، بلومبرغ

شكل ٤٣: الذمم المدينة والتحويل النقدي



المصدر: تقارير الشركة

شكل ٤٢: تصنيف الإيرادات



المصدر: تقارير الشركة

جدول ٤: أهم البيانات المالية

٢٠٢٦ متوقع	٢٠٢٥ متوقع	٢٠٢٤ متوقع	٢٠٢٣ متوقع	٢٠٢٢ متوقع	٢٠٢١	٢٠٢٠	٢٠١٩	المبلغ بالمليون ريال سعودي؛ ما لم يحدد غير ذلك
قائمة الدخل								
٣,٠٥٨,٦	٣,٧٧٥,٢	٣,٥٦٠,١	٣,٤٢١,٠	٣,٢٦٥,١	٣,١٤٤,١	٣,٠٤٥,٠	١,٨٥٧,٢	المبيعات
%١٠,٣	%٨,٤	%٥,٧	%٦,٩	%٥,٦	%٤,٨	%١٠,١	%١٠,٧	التغير السنوي
١,٤٣٧,١	١,٣٨٣,٣	١,١٧٠,٠	١,٠٩٩,١	١,٠٤٠,٦	٩٩٥,٨	٩٦٠,٣	٨٢٩,٣	إجمالي الربح
(٥٠٥,٣)	(٤٦٦,٩)	(٤٤٠,٩)	(٤٢٦,٥)	(٤٠١,٤)	(٣٧٣,٨)	(٣٨٢,٥)	(٣٥٨,٨)	النفقات التشغيلية
٩٣١,٨	٨١٦,٤	٧٢٩,١	٦٧٢,٦	٦٣٩,٢	٦٢١,٩	٥٧٧,٨	٤٧٠,٥	الربح التشغيلي
%١٤,١	%١٢,٠	%٨,٤	%٥,٣	%٣,٨	%٧,٦	%٢٢,٨	%١٦,٤	التغير السنوي
(٩,٤)	(٩,٤)	(٩,٦)	(١٠,٩)	(٩,٩)	(٨,٢)	(١٤,٠)	(٢٠,٢)	رسوم التمويل
٤٤,٥	٤٢,٢	٤٠,٥	٣٥,٤	٢٩,٦	١٨,٥	١٣,١	١١,٩	الدخل من مصادر أخرى/ الدخل من الشركات الزميلة
٩٦٦,٩	٨٤٩,٣	٧٦٠,٠	٦٩٧,٠	٦٥٩,٠	٦٣٣,٢	٥٧٦,٩	٤٦٣,٢	الربح قبل الزكاة وحقوق الأقلية
(٨٥,١)	(٧٤,٧)	(٦٦,٩)	(٦١,٣)	(٥٨,٦)	(٥٤,٠)	(٤٨,٧)	(٤١,٢)	الزكاة وحقوق الأقلية
٨٨١,٩	٧٧٤,٥	٦٩٣,١	٦٣٥,٧	٦٠٠,٤	٥٧٨,٢	٥٢٨,٢	٤٢١,٠	صافي الربح
%١٣,٩	%١١,٧	%٩,٠	%٥,٩	%٣,٨	%٩,٥	%٢٥,٤	%١٦,٩	التغير السنوي
قائمة المركز المالي								
الأصول								
٢,٧١٥	٢,٠١٣	١,٤٣٧	٩٦٣	٦٦١	١٥٧	١٦٠	٢٠٥	النقد والأرصدة البنكية
١,١٩٢	١,١٤٢	١,٠٩٧	١,٠٧٧	١,٠٧٠	١,١٥٨	١,٠٣٥	٨٦١	أصول أخرى متداولة
٢,٢٠٤	٢,٣١٥	٢,٤٢٣	٢,٥١٦	٢,٥١٣	٢,٤١٩	٢,٢٠٣	٢,٠٧٦	ممتلكات ومعدات
٣٦٣	٣٣٨	٣١٩	٣٠٩	٢٩٧	٣٢٥	٢٥٠	١٨٧	أصول أخرى غير متداولة
٦,٤٧٤	٥,٨٠٨	٥,٣٧٦	٤,٨٦٤	٤,٥٤١	٤,٥٥٩	٣,٦٤٩	٣,٣٣٨	إجمالي الأصول
المطلوبات وحقوق المساهمين								
٥٧٨	٥٢٢	٤٨٧	٤٨٦	٤٩٠	٦٤٠	٥٥١	٥٤٣	إجمالي المطلوبات المتداولة
٧٩٢	٨٠٤	٨١٦	٨٢٨	٨٦٩	٥٦٤	٥٧٥	٦٠٢	قروض طويلة الأجل
١٦٨	١٥٨	١٥٤	١٥٤	١٥١	١٥٣	١٤٣	١٣١	إجمالي المطلوبات غير المتداولة
١٢٢	١١٦	١١١	١٠٦	١٠٢	٩٨	١٠١	٩٧	أقلية غير مسيطرة
٤,٨١٥	٤,٢٠٨	٣,٧٠٨	٣,٢٩٠	٢,٩٣٠	٢,٦٠٤	٢,٢٧٩	١,٩٥٦	إجمالي حقوق المساهمين
٦,٤٧٤	٥,٨٠٨	٥,٣٧٦	٤,٨٦٤	٤,٥٤١	٤,٥٥٩	٣,٦٤٩	٣,٣٣٨	إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين
قائمة التدفق النقدي								
١,١٢٨	٩٩٣	٩٠٩	٨٦١	٧٨٩	٦٨٣	٤٨٣	٦٣٥	من التشغيل
(١٤١)	(١٣٠)	(١١٩)	(٢١١)	(٢٤٥)	(٤٤٦)	(٣١٩)	(٣٩٨)	من الاستثمار
(٢٨٦)	(٢٨٦)	(٣١٦)	(٣٤٨)	(٤٠)	(٢٤٠)	(٢٠٨)	(١٦٢)	من التمويل
٧٠٢	٥٧٦	٤٧٤	٣٠٢	٥٠٤	(٣)	(٤٤)	٧٤	التغير في النقد
٢,٧١٥	٢,٠١٣	١,٤٣٧	٩٦٣	٦٦١	١٥٧	١٦٠	٢٠٥	النقد في نهاية الفترة
أهم النسب المالية								
نسب السيولة								
٦,٨	٦,٠	٥,٢	٤,٢	٣,٥	٢,١	٢,٢	٢,٠	النسبة الحالية (مرة)
٦,٣	٥,٦	٤,٨	٣,٨	٣,١	١,٨	١,٨	١,٧	النسبة السريعة (مرة)
نسب الربحية								
%٤٧,٠	%٤٦,٢	%٤٥,٧	%٤٥,٤	%٤٥,٩	%٤٦,٤	%٤٧,٠	%٤٤,٧	هامش إجمالي الربح
%٣٠,٥	%٢٩,٤	%٢٨,٥	%٢٧,٨	%٢٨,٢	%٢٩,٠	%٢٨,٣	%٢٥,٣	هامش الربح التشغيلي
%٢٧,٨	%٢٧,٢	%٢٦,٢	%٢٥,٨	%٢٦,٠	%٢٦,٢	%٢٥,٣	%٢٣,٠	هامش الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء
%٢٨,٨	%٢٧,٩	%٢٧,١	%٢٦,٣	%٢٦,٥	%٢٧,٠	%٢٥,٨	%٢٣,٧	هامش صافي الربح
%١٤,٤	%١٤,٠	%١٣,٧	%١٣,٥	%١٤,٠	%١٥,٠	%١٥,١	%١٣,٢	العائد على الأصول
%١٩,٥	%١٩,٦	%١٩,٨	%٢٠,٤	%٢١,٧	%٢٣,٧	%٢٤,٩	%٢٣,٠	العائد على حقوق المساهمين
معدل التغطية								
٠,٢	٠,٢	٠,٢	٠,٣	٠,٣	٠,٣	٠,٣	٠,٤	معدل الديون إلى حقوق المساهمين (مرة)
نسب السوق والتقييم								
٧,٥	٨,٤	٩,٣	١٠,٠	١٠,٩	١١,٥	٧,٠	٥,٠	مكرر قيمة الشركة إلى المبيعات (مرة)
١٩,٧	٢٢,٦	٢٥,٨	٢٨,٠	٣٠,٢	٣١,٧	١٩,٩	١٥,٣	مكرر قيمة الشركة إلى EBITDA (مرة)
٨,٨٢	٧,٧٥	٦,٩٣	٦,٣٦	٦,٠٠	٥,٧٨	٥,٢٨	٤,٢١	ربح السهم (ريال سعودي)
٤٨,١٥	٤٢,٠٨	٣٧,٠٨	٣٢,٩٠	٢٩,٣٠	٢٦,٠٤	٢٢,٧٩	١٩,٥٦	القيمة الدفترية للسهم (ريال سعودي)
٢٤٠,٠	٢٤٠,٠	٢٤٠,٠	٢٤٠,٠	٢٤٠,٠	١٧٣,٨	١٣٨,٠	٨٨,٠٠	السعر في السوق (ريال سعودي)*
٢٤,٠٠٠	٢٤,٠٠٠	٢٤,٠٠٠	٢٤,٠٠٠	٢٤,٠٠٠	٢٤,٠٠٠	١٣,٨٠٠	٨,٨٠٠	قيمة الشركة السوقية (مليون ريال سعودي)
%١,١	%١,١	%١,١	%١,١	%١,١	%١,٤	%١,٤	%٢,٠	عائد توزيع الربح إلى السعر
٢٧,٢	٣١,٠	٣٤,٦	٣٧,٨	٤٠,٠	٣٠,١	٢٦,١	٢٠,٩	مكرر الربحية (مرة)
٥,٠	٥,٧	٦,٥	٧,٣	٨,٢	٦,٧	٦,١	٤,٥	مكرر القيمة الدفترية (مرة)

المصدر: تقارير الشركة، تحليلات الجزيرة كابيتال

شركة الشرق الأوسط للرعاية الصحية

من المتوقع أن تؤدي زيادة الطاقة الاستيعابية إلى نمو الإيرادات؛ لكن يشكل ارتفاع الذمم المدينة ومستويات الديون مصدرا للقلق على التدفقات النقدية

التوسع في مكة والرياض يدعم نمو الإيرادات: من المتوقع أن يبدأ التشغيل بمستشفى مكة المكرمة في الربع الثالث ٢٠٢٢. في رأينا يعتبر موقع مكة المكرمة مهم وبجاجة إلى مستشفيات ذات جودة عالية، وستكون هذه المستشفى إضافة أساسية إلى محفظة الشركة. إضافة إلى ذلك، تخطط الشركة إضافة أكثر من ٧٥٠ سرير و ٣٦٠ عيادة في مستشفى الرياض وبرج العيادات الخارجية بالرياض ومكة المكرمة والدمام وجدة ومستشفى صبحي بترجي. نتوقع نمو الإيرادات بمعدل سنوي مركب ١٠,٤٪ خلال الفترة من ٢٠٢١ إلى ٢٠٢٦.

ارتفاع التكاليف وإضافات الطاقة الاستيعابية الجديدة تضغط على الهوامش: نتوقع أن يؤدي ارتفاع تكلفة توظيف الممرضات والمتخصصين والأطباء السعوديين إلى زيادة إجمالي تكاليف التشغيل في الشركة، كما يتوقع أن يؤدي افتتاح المستشفيات الجديدة وإضافات الطاقة الاستيعابية للمحافظة على هامش إجمالي الربح في نطاق ضيق. لذلك، من المتوقع أن ينخفض هامش إجمالي الربح قليلا في العامين ٢٠٢٢ و ٢٠٢٣.

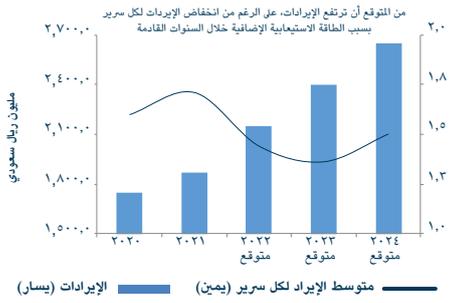
النظرة العامة والتقييم: تشير خطط الشركة لإنشاء مستشفيات جديدة وزيادة الطاقة الاستيعابية والدخول في اتفاقية مشتركة إلى عزمها على زيادة الحصة السوقية. إضافة إلى ذلك، نعتقد أن ارتفاع الأسعار مؤخرا مع شركات التأمين يدعو للتفاؤل، بسبب زيادة تعرض شركة الشرق الأوسط للرعاية الصحية على عملاء شركات التأمين (٥٣,٠٪)، لكن التوسع في المناطق التي تستحوذ الشركات المماثلة على حصص سوقية كبيرة مثل مجموعة سليمان الحبيب ودله والمواساة سيزيد من الضغوط التنافسية على العمليات التشغيلية للشركة. يشير التوليد الضعيف للنقد في شركة الشرق الأوسط للرعاية الصحية والمديونية المرتفعة مع صافي ديون خلال فترة آخر ١٢ شهر إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء عند ٩,٤ مرة إلى قدرتها المنخفضة للحصول على المزيد من الديون. إضافة إلى ذلك، كانت عائدات الشركة الأقل في القطاع، حيث بلغ العائد على حقوق المساهمين ١,٩٪ مقابل متوسط القطاع ١٣,٢٪ والعائد على الأصول ٠,٦٪ مقابل متوسط القطاع ٧,٦٪. كان عدد أيام تحصيل شركة الشرق الأوسط للرعاية الصحية بأعلى مستوياته بعد رعاية عند ٢٤٥ يوم للعام ٢٠٢١. في رأينا، تعتبر هذه العوامل مصدر قلق رئيسي يمكن أن تقلل من نمو الشركة، لكن تحسن كفاءة تشغيل الشركة بعد الانتهاء من التوسعة قد يؤدي إلى ارتفاع السهم على المدى الطويل.

حددنا وزن نسبي لتقييم شركة الشرق الأوسط للرعاية الصحية على أساس خصم التدفقات النقدية عند ٦٠٪ (نمو مستدام بنسبة ٢,٥٪ ومعدل المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ٥,٧٪)، ووزن نسبي ٢٠٪ لكل من مكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء ومكرر الربحية عند ١٧,٠ مرة و ٢٠,٠ مرة على التوالي. لنصل بذلك إلى سعر مستهدف للسهم عند ٣٠,٠ ريال سعودي، أقل من مستوى السعر الحالي بنسبة ١٠,٦٪. نستمر في التوصية "محايد" لسهم شركة الشرق الأوسط للرعاية الصحية.

التوصية:	محايد
السعر المستهدف:	٣٠,٠
التغيير:	-١٠,٦٪

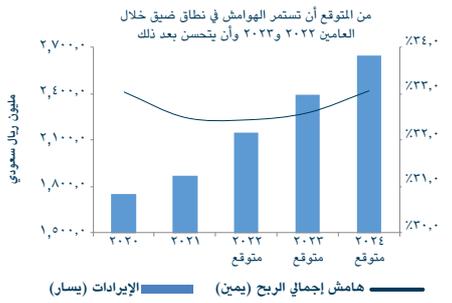
المصدر: تناول الأسعار كما في ١٩ يوليو

شكل ٤٤: الإيرادات والإيرادات لكل سرير



المصدر: تقارير الشركة، أبحاث الجزيرة كابيتال

شكل ٤٥: الإيرادات وهامش إجمالي الربح



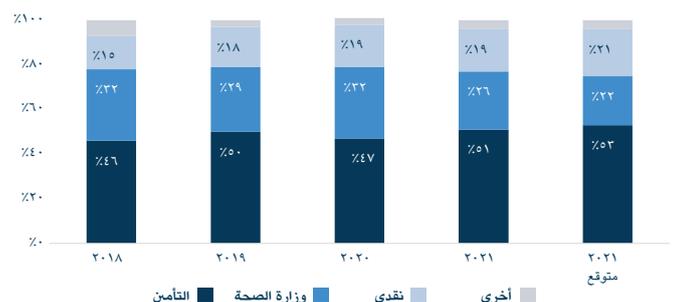
المصدر: تقارير الشركة، أبحاث الجزيرة كابيتال

شكل ٤٦: الأداء السعري



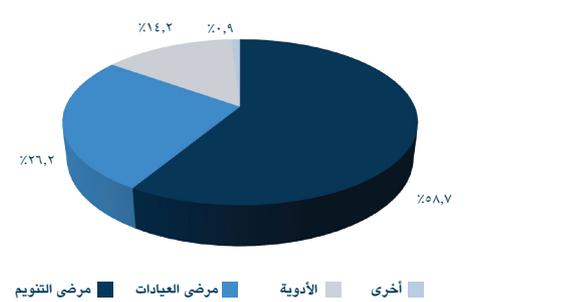
المصدر: مؤشر السوق الرئيسي، بلومبرغ

شكل ٤٨: مزيج العملاء



المصدر: تقارير الشركة

شكل ٤٧: تصنيف الإيرادات



المصدر: تقارير الشركة

جدول ٥: أهم البيانات المالية

٢٠٢٦ متوقع	٢٠٢٥ متوقع	٢٠٢٤ متوقع	٢٠٢٣ متوقع	٢٠٢٢ متوقع	٢٠٢١	٢٠٢٠	٢٠١٩	المبلغ بالمليون ريال سعودي؛ ما لم يحدد غير ذلك
قائمة الدخل								
٣,٠٦٦,٦	٢,٨١٩,٨	٢,٦٤٥,٥	٢,٢٩٨,٠	٢,١٤٧,٣	١,٨٧٢,٦	١,٧٥٠,٦	١,٤٩٦,٦	الإيرادات
%٨,٨	%٦,٦	%١٠,٣	%١١,٧	%١٤,٧	%٧,٠	%١٧,٠	%٧,٦	التغير السنوي
١,٠٣١,٩	٩٤١,٠	٨٧٤,٨	٧٨١,٣	٦٩٦,٣	٦٠٨,٣	٥٧٨,٤	٤٧٢,٩	إجمالي الربح
(٧٥٤,٣)	(٧٠٢,٤)	(٦٧٧,٤)	(٦٢٨,٦)	(٥٥٥,٨)	(٥٥٣,٩)	(٤٧١,٠)	(٣٦٩,٧)	النفقات التشغيلية
٢٧٧,٦	٢٣٨,٦	١٩٧,٣	١٥٢,٨	١٤٠,٥	٥٤,٢	١٠٧,٤	١٠٣,٣	الربح التشغيلي
%١٦,٣	%٢٠,٩	%٢٩,٢	%٨,٨	%١٥٨,٩	%٤٩,٥-	%٤,٠	%٣٦,٥-	التغير السنوي
١٥,٣	١٤,١	١٣,٢	٩,٦	١٢,١	١٢,٠	٧,٥	١٧,١	مصادر الدخل الأخرى
(٤٧,٧)	(٤٩,٣)	(٤٧,٤)	(٤٢,٧)	(٤٩,٥)	(٤٧,٠)	(٣٤,٢)	(٢٥,١)	رسوم التمويل
٢٤٥,٣	٢٠٣,٤	١٦٣,٢	١١٩,٦	١٠٣,١	١٩,٣	٨٠,٧	٩٥,٣	الربح قبل الزكاة وحقوق الأقلية
(٣,٩)	(٣,٧)	(٣,٠)	(٢,٢)	(١,٨)	٥,٥	٦,٨	٧,٥	أقلية غير مسيطرة
٢٠٨,٤	١٧٢,٦	١٣٨,٧	١٠١,٧	٨٥,٥	١١,٧	٧٥,٢	٩٠,١	الدخل قبل الزكاة
(٣٦,٨)	(٣٠,٨)	(٢٤,٥)	(١٧,٩)	(١٧,٦)	(٧,٥)	(٥,٥)	(٥,٢)	الزكاة
٢٠٤,٦	١٦٨,٩	١٣٥,٨	٩٩,٥	٨٣,٧	١٧,٢	٨٣,٠	٩٧,٦	صافي الدخل
%٢١,١	%٢٤,٤	%٣٦,٤	%١٨,٩	%٣٨٦,٨	%٧٩,٠-	%١٦,٠-	%٤٣,٤-	التغير السنوي
قائمة المركز المالي								
الأصول								
١٤٢	١٠٩	٦٤	٧٣	٦٠	٢٨	١٧	٥٤	النقد والأرصدة البنكية
١,٨٣٤	١,٧١٩	١,٦٨٦	١,٥٩٦	١,٤٣١	١,٥٤٨	١,٤٧٦	١,٢٠٧	أصول أخرى متداولة
٣,٠٢٦	٢,٩٩١	٢,٩٢٢	٢,٨٠٢	٢,٦٢٦	٢,٣٥٧	٢,٠٧٤	١,٩٠٩	ممتلكات ومعدات
٧٩	٧٤	٦٧	٥٩	٥٠	٤٠	٣٣	٣٥	أصول أخرى غير متداولة
٥,٠٨٢	٤,٨٩٢	٤,٧٤٠	٤,٥٣٠	٤,١٦٦	٣,٩٧٢	٣,٥٩٩	٣,٣٠٥	إجمالي الأصول
المطلوبات وحقوق المساهمين								
١,٢٦٩	١,٢٠٦	١,١٣٥	١,٠٩٣	٩٩٥	١,٣٦٧	١,١٨٨	٨٢١	إجمالي المطلوبات المتداولة
١,٤١٢	١,٥١٨	١,٦٢١	١,٦١٣	١,٤٧٤	١,٠٢٨	٨٤٧	٦٤٣	قروض طويلة الأجل
٤١٣	٣٨٦	٣٧٠	٣٤٥	٣١٧	٢٨٢	٢٩٠	٢٨٠	إجمالي المطلوبات غير المتداولة
٣٨	٣٨	٣٨	٣٨	٣٨	٣٨	٤٣	٣٩	أقلية غير مسيطرة
٩٢٠	٩٢٠	٩٢٠	٩٢٠	٩٢٠	٩٢٠	٩٢٠	٩٢٠	رأس المال المدفوع
٢٦٣	٢٤٢	٢٢٦	٢١٢	٢٠٢	١٩٤	١٩٢	١٨٢	احتياطي نظامي
٧٦٧	٥٨٣	٤٣١	٣٠٨	٢١٩	١٤٤	١١٩	٤٢١	أرباح مبقاة
١,٩٥٠	١,٧٤٥	١,٥٧٧	١,٤٤١	١,٣٤١	١,٢٥٨	١,٢٣٢	١,٥٢٣	إجمالي حقوق المساهمين
٥,٠٨٢	٤,٨٩٢	٤,٧٤٠	٤,٥٣٠	٤,١٦٦	٣,٩٧٢	٣,٥٩٩	٣,٣٠٥	إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين
قائمة التدفق النقدي								
٤٥٤	٤٥٦	٣٦٧	٢٢٠	٥٢٤	٧٧	(٢٢٩)	٩٩	من التشغيل
(٢٦١)	(٢٨٣)	(٢١٨)	(٣٦٠)	(٤٣٠)	(٤١٧)	(٢٩٤)	(٤٦٩)	من الاستثمار
(١٥٩)	(١٢٩)	(٥٨)	١٤٣	(٦٣)	٣٥٢	٤٨٦	٣٨٠	من التمويل
٣٤	٤٥	(٩)	١٢	٣٢	١١	(٣٧)	١٠	التغير في النقد
١٤٢	١٠٩	٦٤	٧٣	٦٠	٢٨	١٧	٥٤	النقد في نهاية الفترة
أهم النسب المالية								
نسب السيولة								
١,٦	١,٥	١,٥	١,٥	١,٥	١,٢	١,٣	١,٧	النسبة الحالية (مرة)
١,٤	١,٣	١,٤	١,٤	١,٣	١,٠	١,١	١,٥	النسبة السريعة (مرة)
نسب الربحية								
%٢٣,٦	%٢٣,٤	%٢٣,١	%٢٣,٦	%٢٣,٤	%٢٣,٥	%٢٣,٠	%٢١,٦	هامش إجمالي الربح
%٩,١	%٨,٥	%٧,٥	%٦,٤	%٦,٥	%٢,٩	%٦,١	%٦,٩	هامش الربح التشغيلي
%١٧,١	%١٦,٧	%١٥,٥	%١٤,٦	%١٤,٥	%١٠,٤	%١٣,٤	%١٣,٥	هامش الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء
%٦,٧	%٦,٠	%٥,١	%٤,٢	%٣,٩	%٠,٩	%٤,٧	%٦,٥	هامش صافي الربح
%٤,١	%٣,٥	%٢,٩	%٢,٣	%٢,١	%٠,٥	%٢,٤	%٣,٢	العائد على الأصول
%١٠,٨	%٩,٩	%٨,٨	%٧,٠	%٦,٣	%١,٣	%٥,٨	%٦,٤	العائد على حقوق المساهمين
معدل التغطية								
٠,٩	١,١	١,٣	١,٤	١,٤	١,٥	١,٢	٠,٦	معدل الديون إلى حقوق المساهمين (مرة)
نسب السوق والتقييم								
١,٥	١,٧	١,٩	٢,١	٢,٣	٢,٦	٢,٧	٢,٥	مكرر قيمة الشركة إلى المبيعات (مرة)
٩,٤	١٠,٨	١٢,٨	١٥,١	١٦,٣	٢٦,١	٢٠,٨	١٨,٩	مكرر قيمة الشركة إلى EBITDA (مرة)
٢,٢	١,٨	١,٥	١,١	٠,٩	٠,٢	٠,٩	١,١	ربح السهم (ريال سعودي)
٢١,٢	١٩,٠	١٧,١	١٥,٧	١٤,٦	١٣,٧	١٣,٤	١٦,٥	القيمة الدفترية للسهم (ريال سعودي)
٣٣,٢	٣٣,٢	٣٣,٢	٣٣,٢	٣٣,٢	٣١,٧	٣٥,١	٢٩,٧	السعر في السوق (ريال سعودي)*
٣,٠٥١	٣,٠٥١	٣,٠٥١	٣,٠٥١	٣,٠٥١	٢,٩١٣	٣,٢٢٦	٢,٧٢٤	قيمة الشركة السوقية (مليون ريال سعودي)
%٠,٠	%٠,٠	%٠,٠	%٠,٠	%٠,٠	%٠,٠	%٠,٠	%٠,٠	عائد توزيع الربح إلى السعر
١٤,٩	١٨,١	٢٢,٥	٣٠,٧	٣٦,٤	١٦٩,٤	٣٩,٣	٢٨,٠	مكرر الربحية (مرة)
١,٦	١,٧	١,٩	٢,١	٢,٣	٢,٣	٢,٦	١,٨	مكرر القيمة الدفترية (مرة)

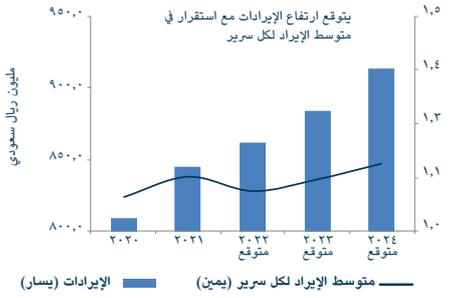
المصدر: تقارير الشركة، تحليلات الجزيرة كابيتال

الشركة الوطنية للرعاية الطبية (رعاية)

التوصية:	زيادة المراكز
السعر المستهدف:	٦٦,٠
التغيير:	%٢٠,٩

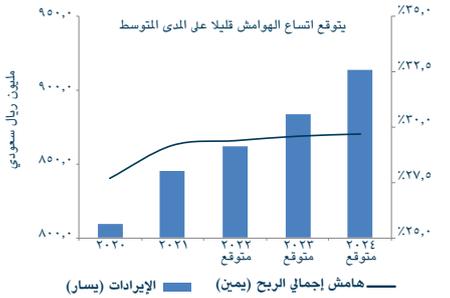
المصدر: تناول الأسعار كما في ١٩ يوليو

شكل ٤٩: الإيرادات والإيرادات لكل سرير



المصدر: تقارير الشركة، أبحاث الجزيرة كابيتال

شكل ٥٠: الإيرادات وهامش إجمالي الربح



المصدر: تقارير الشركة، أبحاث الجزيرة كابيتال

شكل ٥١: الأداء السعري



رعاية (ريال) - يمين - مؤشر السوق الرئيسي - يسار

المصدر: مؤشر السوق الرئيسي، بلومبرغ

تحسين التشغيل ومزيج المرضى يدعم النمو؛ مبادرات ضبط التكاليف للمحافظة على استقرار الهامش

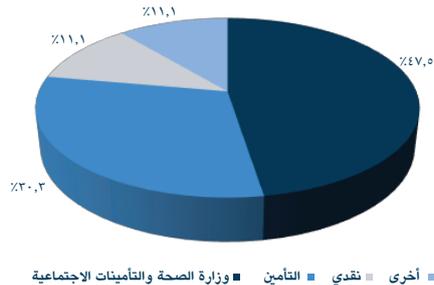
التركيز الأساسي على تحسين جودة الخدمة في المستشفيات القائمة: يتم حالياً تجديد مستشفى رعاية الرياض بينما تنتظر الشركة موافقة وزارة الصحة على توسعة مستشفى الرعاية الوطني، لكن بخلاف الشركات المشابهة، ليس لدى رعاية خطط كبيرة للتوسع حيث تركز الشركة على تحسين جودة الخدمة في المستشفيات القائمة. نعتقد أن هذا قد يقلل من قدرة الشركة على الاستفادة من فرص النمو في السوق. لذلك، نتوقع أن يكون تحسن معدل التشغيل وجذب مزيج أفضل من المرضى من العوامل الرئيسية في زيادة الإيرادات. نتوقع نمو إيرادات رعاية بمعدل نمو سنوي مركب ٣,٥٪ للفترة من ٢٠٢١ إلى ٢٠٢٦.

نرى أن سهم رعاية يتواجد في منطقة تشعب البيع بعد تخفيض الإحالات من الحكومة: ارتفع عدد الإحالات لرعاية من المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية ووزارة الصحة أثناء جائحة فيروس كورونا المستجد "كوفيد - ١٩" وموجات كوفيد المتقطعة في ٢٠٢١. تراجع الإحالات للشركة من المؤسسات الحكومية، مع عودة الوضع إلى طبيعته، في الأرباع القليلة السابقة، لكن تمكنت الشركة من المحافظة على الهوامش بشكل جيد. نعتقد أن هذا قد يرجع إلى مبادرات ترشيد التكلفة في رعاية. نتوقع استقرار هامش إجمالي الربح نسبياً حول ٢٩٪ على المدى المتوسط. إضافة إلى ذلك، تعمل الشركة على إنشاء علاقة مع الإدارة الجديدة للمؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية والتي يجب أن تنعكس بإيجابية أكبر على الإيرادات والهوامش والذمم إذا حدثت تطورات إيجابية في المفاوضات.

النظرة العامة والتقييم: نتوقع استمرار اعتدال نمو إيرادات وصافي ربح رعاية على المدى المتوسط. في ظل عدم وجود خطط توسع رئيسية، يتوقع أن يؤدي تحسن الهوامش من خلال إجراءات التحكم بالتكاليف وتحسن معدل التشغيل للطاقة الاستيعابية إلى دعم صافي الربح. نحن متفائلون حول رعاية على المدى الطويل بسبب قدرتها في المحافظة على مستويات هامش جيدة. نعتقد أن مصدر القلق الرئيسي يتمثل في شدة منافسة الشركات المماثلة في المنطقة وارتفاع الذمم المدينة المرتفعة للجهات الحكومية (إجمالي الذمم المدينة إلى وزارة الصحة والمؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية كما في الربع الأول ٢٠٢٢ بلغ ٧٥٪).

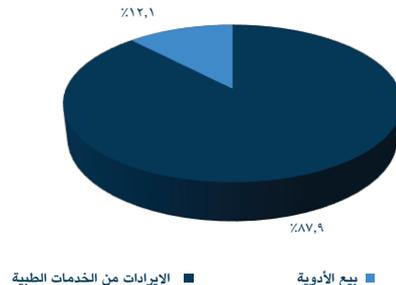
حددنا وزن نسبي لتقييم شركة رعاية على أساس خصم التدفقات النقدية عند ٦٠٪ (نمو مستدام بنسبة ٢,٥٪ ومعدل المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ٧,٩٪)، ووزن نسبي ٢٠٪ متوقع للعام ٢٠٢٣ لكل من مكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء عند ١٢,٠ مرة ومكرر الربحية عند ٢٤,٠ مرة، توصلنا بذلك إلى سعر مستهدف بقيمة ٦٦,٠ ريال سعودي للسهم، وذلك أعلى من مستوى السعر الحالي بنحو ٢٠,٩٪. نوصي "زيادة المراكز" لسهم الشركة الوطنية للرعاية الطبية.

شكل ٥٢: مزيج العملاء



المصدر: تقارير الشركة

شكل ٥٣: الإيرادات



المصدر: تقارير الشركة

جدول ٦: أهم البيانات المالية

٢٠٢١	٢٠٢٠	٢٠١٩	٢٠٢٢ متوقع	٢٠٢٣ متوقع	٢٠٢٤ متوقع	٢٠٢٥ متوقع	٢٠٢٦ متوقع
المبلغ بالمليون ريال سعودي؛ ما لم يحدد غير ذلك							
قائمة الدخل							
٨٤٥,٤	٨٠٩,٠	٧٠٨,٤	٨٦٢,١	٨٨٤,١	٩١٢,٩	٩٥٦,٥	١,٠٠٢,١
٪٤,٥	٪١٤,٣	٪٧,٣-	٪٣,٠	٪٢,٦	٪٣,٤	٪٤,٧	٪٤,٩
٢٤٦,٥	٢٢٣,٩	١٦٥,٧	٢٥٣,٢	٢٦٦,٤	٢٧١,١	٢٨٤,٧	٢٩٩,٦
(٨٢,١)	(١٠٠,٦)	(٦٠,٧)	(٨٦,٦)	(٨٨,٧)	(٨٩,٨)	(٩٢,١)	(٩٤,٦)
١٦٤,٤	١٢٣,٣	١٠٤,٩	١٦٦,٥	١٧٢,٧	١٨١,٣	١٩٢,٦	٢٠٥,٠
٪٣٣,٣	٪١٧,٥	٪١٨,٧	٪١,٣	٪٣,٧	٪٥,٠	٪٦,٢	٪٦,٤
-	-	(٢,١)	-	-	-	-	-
١٦٤,٤	١٢٣,٣	١٠٢,٨	١٦٦,٥	١٧٢,٧	١٨١,٣	١٩٢,٦	٢٠٥,٠
(٢٨,٠)	(٢٦,٠)	(٢٢,٦)	(٢٦,٤)	(٢٥,٩)	(٢٧,٢)	(٢٨,٩)	(٣٠,٧)
٩٧,٣	٩٧,٣	٨٠,٢	١٤٠,١	١٤٦,٨	١٥٤,١	١٦٣,٧	١٧٤,٣
٪٤٠,٣	٪٢١,٣	٪٢٩,٠	٪٣,٧	٪٤,٨	٪٥,٠	٪٦,٢	٪٦,٤
قائمة المركز المالي							
الأصول							
٣٧٥	٣٧٣	٣٨٠	٣٢٩	٤١٦	٥٠٨	٦٠٠	٧٠٤
٦٩٤	٥٦٠	٤٢٨	٧٢٣	٧٤٢	٧٦٦	٨١٠	٨٤٩
٤٨٣	٤٩٥	٥٣٧	٦٠٩	٦١٤	٦٢٠	٦٢٥	٦٣١
٧	٥	٢	٧	٧	٧	٧	٧
١,٥٥٩	١,٤٣٣	١,٣٥٦	١,٦٦٨	١,٧٧٩	١,٩٠١	٢,٠٤٢	٢,١٩٢
المطلوبات وحقوق المساهمين							
٢٥٤	٢١٤	١٤٣	٢٦١	٢٦٧	٢٧٧	٢٩٥	٣١٠
٨٣	٨٩	٩٥	٨٩	٨٩	٨٩	٨٩	٨٩
٩٨	٩٣	٨٥	٩٩	١٠٢	١٠٥	١٠٩	١١٤
٤٤٩	٤٤٩	٤٤٩	٤٤٩	٤٤٩	٤٤٩	٤٤٩	٤٤٩
١٨٦	١٨٦	١٨٦	١٨٦	١٨٦	١٨٦	١٨٦	١٨٦
-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-
٤٩٠	٤٠٢	٣٩٨	٥٨٥	٦٨٧	٧٩٦	٩١٥	١,٠٤٤
١,١٢٤	١,٠٣٧	١,٠٣٣	١,٢٢٠	١,٣٢١	١,٤٣١	١,٥٥٠	١,٦٧٩
١,٥٥٩	١,٤٣٣	١,٣٥٦	١,٦٦٨	١,٧٧٩	١,٩٠١	٢,٠٤٢	٢,١٩٢
قائمة التدفق النقدي							
٩٤	١٠٧	١٦٢	١٦٨	١٨٧	١٩٣	١٩٤	٢٠٩
(٤١)	(١٨)	(١٠)	(١٧٦)	(٥٧)	(٦٠)	(٦٢)	(٦٥)
(٥١)	(٩٦)	(١١٧)	(٣٨)	(٤٣)	(٤٢)	(٤٠)	(٤٠)
٢	(٧)	٣٥	(٤٦)	٨٨	٩٢	٩٢	١٠٤
٣٧٥	٣٧٣	٣٨٠	٣٢٩	٤١٦	٥٠٨	٦٠٠	٧٠٤
النقد في نهاية الفترة							
أهم النسب المالية							
نسب السيولة							
٦,١	٦,٧	٩,٥	٦,٤	٦,٧	٦,٩	٦,٩	٧,١
٤,٠	٤,١	٥,٤	٣,٨	٤,١	٤,٤	٤,٦	٤,٨
نسب الربحية							
٪٢٧,٧	٪٢٣,٤	٪٢٣,٤	٪٢٩,٢	٪٢٩,٤	٪٢٩,٧	٪٢٩,٨	٪٢٩,٩
٪١٨,٤	٪١٤,١	٪١٢,٥	٪١٨,٤	٪١٨,٥	٪١٨,٨	٪١٩,١	٪١٩,٤
٪٢٣,٩	٪٢٠,٩	٪٢٢,١	٪٢٤,٢	٪٢٤,٤	٪٢٤,٨	٪٢٥,٠	٪٢٥,٣
٪١٦,١	٪١٢,٠	٪١١,٣	٪١٦,٣	٪١٦,٦	٪١٦,٩	٪١٧,١	٪١٧,٤
٪٧,٠	٪٥,٨	٪٤,٤	٪٩,١	٪٨,٧	٪٨,٥	٪٨,٤	٪٨,٣
٪٩,٤	٪٧,٩	٪٦,٣	٪١٢,٦	٪١٢,٠	٪١١,٦	٪١١,٢	٪١١,٠
معدل التغطية							
٠,١	٠,١	٠,١	٠,١	٠,١	٠,١	٠,١	٠,١
نسب السوق والتقييم							
٢,٥٦	٣,١٣	٢,٦٨	٢,٥٧	٢,٤١	٢,٢٣	٢,٠٣	١,٨٣
١٠,٦٩	١٤,٩٣	١٢,١٥	١٠,٦٣	٩,٨٤	٨,٩٩	٨,١٢	٧,٢٥
٣,٠٤	٢,١٧	١,٧٩	٣,١٢	٣,٢٧	٣,٤٤	٣,٦٥	٣,٨٨
٢٥,٠٧	٢٣,١٢	٢٣,٠٣	٢٧,١٩	٢٩,٤٦	٣١,٩٠	٣٤,٥٥	٣٧,٤٣
٥٤,٦٠	٦٢,٦٠	٤٨,٦٠	٥٤,٦٠	٥٤,٦٠	٥٤,٦٠	٥٤,٦٠	٥٤,٦٠
٢,٤٤٨,٨	٢,٨٠٧,٦	٢,١٧٩,٧	٢,٤٤٨,٨	٢,٤٤٨,٨	٢,٤٤٨,٨	٢,٤٤٨,٨	٢,٤٤٨,٨
٪١,٨	٪١,٦	٪٤,١	٪١,٨	٪١,٨	٪١,٨	٪١,٨	٪١,٨
١٧,٩٦	٢٨,٨٦	٢٧,١٨	١٧,٩٦	١٦,٦٨	١٥,٨٩	١٤,٩٦	١٤,٠٥
٢,١٨	٢,٧١	٢,١١	٢,٠١	١,٨٥	١,٧١	١,٥٨	١,٤٦

المصدر: تقارير الشركة، تحليلات الجزيرة كابيتال

تقرير قطاع الرعاية الصحية السعودي

شركة دله للخدمات الصحية (دله)

تسريع التشغيل وارتفاع عدد المرضى وزيادة المساهمة من الشركات التابعة وتعافي إجمالي الهوامش يجعل دله من أفضل الخيارات

زيادة حركة المرضى في مستشفيات النخيل ونمار تدعم الإيرادات: زادت حركة مرضى العيادات الخارجية ومرضى المبيت من ٢٠١٧ إلى ٢٠٢١ بمعدل نمو سنوي مركب ١٣,٠٪، مما يشير إلى زيادة حركة المرضى بمستشفيات دله نمار والنخيل. ساهمت مستشفيات نمار والنخيل في الربع الأول ٢٠٢٢ بنسبة ٩٥,٠٪ من إجمالي إيرادات الشركة. نتوقع أن تقوم شركة دله بتسريع بدء تشغيل واستئناف العمل في مستشفى نمار (إضافة ١٥٠ سريرًا في الربع الثاني ٢٠٢٢) نتيجة تحسن مزيج المرضى حيث بدأت الشركة في تقديم خدمات لمرضى الفئة ب مع مرضى الفئة أ / كبار الشخصيات. نتوقع تحسن مساهمة مستشفى النخيل بمرور الوقت بسبب الموقع الجيد في الرياض والاستفادة المحتملة من إغلاق مستشفى الحمادي فرع العليا. تتضمن افتراضاتنا معدل نمو سنوي مركب للإيرادات خلال الفترة من ٢٠٢١ إلى ٢٠٢٦ بنسبة ٩,٥٪.

الاستحواذ للبدء في إضافة قيمة؛ لكن تستمر الضغوط التنافسية: نتوقع مساهمة كل من درع الرعاية ومركز مكة الطبي إيجابيا في إيرادات الشركة. نتوقع أن تستفيد دله من فرص سوق جدة من خلال المركز الطبي الدولي حيث تعاني جدة حاليا من نقص في المستشفيات المتميزة، لكن من الملاحظ أن على الشركة التغلب على الضغوط التنافسية في جدة على المدى المتوسط من المستشفيات القادمة لسليمان الحبيب ومستشفى الشرق الأوسط للرعاية الصحية في مكة المكرمة. كما نتوقع بعض المنافسة في الرياض حيث بدأت نمار في تلبية احتياجات مرضى الفئة ب، وهو جمهور جديد مستهدف نسبيا للشركة.

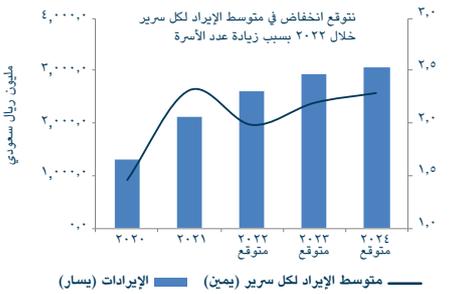
النظرة العامة والتقييم: نتوقع قدرة شركة دله على الاستفادة من الحركة الكبيرة ومزيج المرضى للتخفيف من تأثير الإضافة في الطاقة الاستيعابية على الهوامش. لذلك، توقعنا ضغط طفيف على هامش إجمالي الربح ليصل إلى ٣٥,١٪ في العام ٢٠٢٣ وتحسن معتدل بعد ذلك، لكن ارتفاع صافي القروض إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء عند ٣,٣ مرة، ثاني أعلى نسبة بعد شركة الشرق الأوسط للرعاية الصحية وفوق متوسط القطاع البالغ ٢,٢ مرة، يجعلنا حذرين بقدرة الشركة في الحصول على ديون إضافية. يستمر تأخير بدء التشغيل لفترات أطول من المتوقع وارتفاع ضغط الديون على هامش صافي الربح والضغوط التنافسية من المخاطر الرئيسية للنمو.

حددنا وزن نسبي لتقييم شركة دله على أساس خصم التدفقات النقدية عند ٦٠٪ (نمو مستدام بنسبة ٢,٥٪ ومعدل المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ٥,٢٪)، ووزن نسبي ٢٠٪ لكل من مكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والإطفاء عند ٢٠,٠ مرة ومكرر الربحية المتوقعة للعام ٢٠٢٣ عند ٣٠,٠ مرة، توصلنا بذلك إلى سعر مستهدف بقيمة ١١٧,٠ ريال سعودي للسهم، أعلى من مستوى السعر الحالي بنسبة ٢,٦٪. نستمر في التوصية "محايد" لسهم شركة دله للخدمات الصحية.

التوصية:	محايد
السعر المستهدف:	١١٧,٠
التغيير:	٢,٦٪

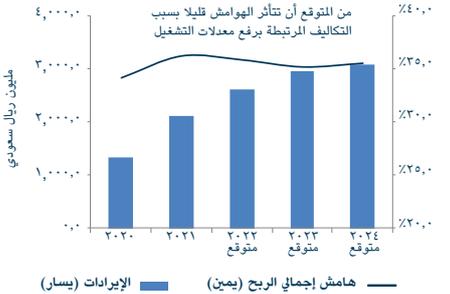
المصدر: تناول الأسعار كما في ١٩ يوليو

الشكل ٥٤: الإيرادات والإيرادات لكل سرير



المصدر: تقارير الشركة، أبحاث الجزيرة كابيتال

شكل ٥٥: الإيرادات وهامش إجمالي الربح



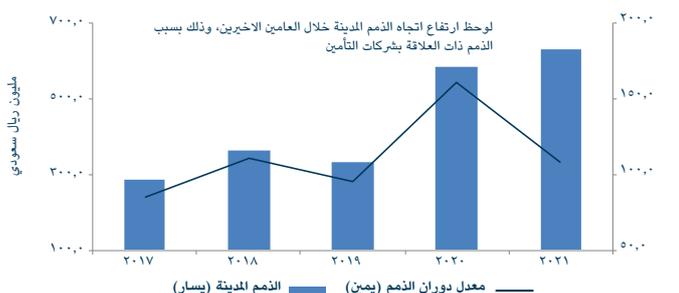
المصدر: تقارير الشركة، أبحاث الجزيرة كابيتال

شكل ٥٦: الأداء السعري



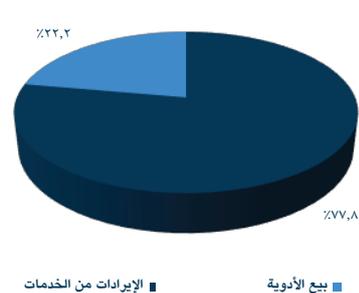
المصدر: مؤشر السوق الرئيسي، بلومبرغ

شكل ٥٨: الذمم المدينة وأيام الاستحقاق



المصدر: تقارير الشركة

شكل ٥٧: تصنيف الإيرادات



المصدر: تقارير الشركة

جدول ٧: أهم البيانات المالية

المبلغ بالمليون ريال سعودي؛ ما لم يحدد غير ذلك							
٢٠٢١	٢٠٢٠	٢٠١٩	٢٠٢٢ متوقع	٢٠٢٣ متوقع	٢٠٢٤ متوقع	٢٠٢٥ متوقع	٢٠٢٦ متوقع
قائمة الدخل							
١,٢٥٢,١	١,٣١٨,٣	١,١٠٥,٢	٢,٦٠٨,٤	٢,٩٤٢,٩	٣,٠٧١,٨	٣,١٧٧,٠	٣,٢١٠,٤
٪٦,٠	٪٥,٣	٪٥٩,٧	٪٢٣,٩	٪١٣,٨	٪٤,٤	٪٣,٤	٪٤,٣
٤٤٧,٨	٤٤٩,٧	٧٦٠,٤	٩٣٢,٧	١,٠٣٣,٣	١,٠٨٨,٩	١,١٣٧,١	١,٢٠١,٤
(٢٩٣,٥)	(٣٢٤,٦)	(٤٣٢,٤)	(٥٤١,٧)	(٦١٧,٩)	(٦٢٧,٤)	(٦٣٢,٦)	(٦٤١,٨)
١٥٤,٤	١٣٥,٢	٣٣٧,٩	٣٩١,١	٤١٥,٤	٤٦١,٥	٥٠٤,٥	٥٥٩,٦
٪٥,٦	٪١٨,٩-	٪١٦٢,٠	٪١٩,٣	٪٦,٣	٪١١,١	٪٩,٣	٪١٠,٩
٢٦,٤	٦٩,٩	٣٦,٨	٢٩,٢	٣٥,٣	٣٦,٩	٣٨,١	٣٩,٧
(٢٥,١)	(٢٥,٤)	(٤١,٨)	(٤٦,٩)	(٤٥,٩)	(٤٧,٧)	(٤٧,٧)	(٤٧,٧)
(٤,١)	(٢١,٣)	(٣١,١)	(٣٤,٥)	(٣٢,٠)	(٣٢,٠)	(٣٢,٠)	(٣٢,٠)
١٥١,٦	١٤٨,٤	٣٩١,٨	٣٣٨,٩	٣٧٢,٨	٤١٨,٦	٤٦٢,٩	٥١٩,٦
(٤,٧)	(١٢,٤)	(١٦,٩)	(١٩,١)	(١٨,٦)	(٢٠,٩)	(٢٣,١)	(٢٦,٠)
١٤٦,٩	١٣٢,٠	٣٥٨,٦	٣١١,٥	٣٥٤,٢	٤٠٥,٣	٤٥١,٣	٤٨٥,٦
٪٣,٦	٪١٠,٢-	٪٩٥,٩	٪٢٠,٤	٪١٣,٧	٪١٤,٤	٪١١,٤	٪٧,٦
قائمة المركز المالي							
الأصول							
٨٨	١٣١	٢٠٨	١٣٧	٢٠٧	٤١٦	٥٧٣	٧٩٦
٥٢٦	٨٣٥	٩٦٦	١,١٤٠	١,٢٥٧	١,٣٠٩	١,٣٥٠	١,٤٠٢
٢,١٠٢	٢,٧٤٣	٢,٧٦٨	٢,٩٤٦	٣,٠٦٣	٣,١٨٠	٣,٢٨٠	٣,٣٦٤
١٩٩	٤٢١	٧٠٣	٦٧٢	٦٧١	٦٧٠	٦٦٩	٦٦٨
٢,٩١٦	٤,١٣٠	٤,٦٤٥	٤,٨٩٦	٥,١٩٨	٥,٥٧٥	٥,٨٧٢	٦,٢٣٠
٤٢١	٧١٢	٩٢٣	٨٨٣	٩١٣	٩١٣	٩٣٢	٩٥٥
٨٣٩	١,١٩٨	١,٣٦٤	١,٤٦١	١,٤٧٦	١,٥٩٦	١,٦٠٩	١,٦١٩
١٣٤	٢١٢	٢٦١	٣٣٩	٣٨٤	٣٩٣	٣٩٩	٤١٠
٧٥٠	٩٠٠	٩٠٠	٩٠٠	٩٠٠	٩٠٠	٩٠٠	٩٠٠
٢٣٨	١٠١	١٢٧	١٢٧	١٢٧	١٢٧	١٢٧	١٢٧
-	-	-	-	-	-	-	-
٧٢٥	٧٩٤	٨٤٠	١,٠١٦	١,١٩٠	١,٤١٦	١,٦٨٧	١,٩٩٣
(١٩٠)	-	-	-	-	-	-	-
-	٢١٣	٢٢٩	٢٣٨	٢٣٨	٢٣٠	٢١٩	٢٢٧
١,٥٢٢	٢,٠٠٨	٢,٠٩٦	٢,٢٨١	٢,٤٥٥	٢,٦٧٣	٢,٩٣٢	٣,٢٤٦
٢,٩١٦	٤,١٣٠	٤,٦٤٥	٤,٨٩٦	٥,١٩٨	٥,٥٧٥	٥,٨٧٢	٦,٢٣٠
قائمة التدفق النقدي							
٣٠٧	١٨٣	٣٦٢	٤٤١	٤٩٠	٥٣٢	٥٨٧	٦٤٨
(٢٢١)	(٤٢٨)	(٤٢٥)	(٢٧٩)	(٢٥٦)	(٢٦٧)	(٢٦١)	(٢٥٥)
(٤٤)	٢٨٧	١٤١	(٢٣٢)	(١٦٤)	(٥٥)	(١٦٩)	(١٦٩)
٤٢	٤٢	٧٧	(٧١)	٧٠	٢٠٩	١٥٧	٢٢٣
٨٨	١٣١	٢٠٨	١٣٧	٢٠٧	٤١٦	٥٧٣	٧٩٦
أهم النسب المالية							
نسب السيولة							
١,٤	١,٥	١,٤	١,٢	١,٦	١,٧	١,٩	٢,١
١,٢	١,١	١,٠	١,٢	١,٣	١,٥	١,٧	١,٩
٪٢٥,٨	٪٣٤,١	٪٣٦,١	٪٣٥,٨	٪٣٥,١	٪٣٥,٤	٪٣٥,٨	٪٣٦,٣
٪١٢,٣	٪٩,٥	٪١٥,٦	٪١٥,٠	٪١٤,١	٪١٥,٠	٪١٥,٩	٪١٦,٩
٪١٩,٧	٪١٦,٧	٪٢١,٠	٪٢٠,٠	٪١٨,٩	٪١٩,٩	٪٢١,٠	٪٢٢,١
٪١١,٧	٪١٠,٠	٪١٢,٣	٪١١,٩	٪١٢,٠	٪١٣,٢	٪١٤,٢	٪١٤,٧
٪٥,٤	٪٥,٢	٪٣,٧	٪٥,٩	٪٦,٥	٪٧,٠	٪٧,٥	٪٧,٩
٪٨,٦	٪٩,٤	٪٧,٥	٪١٢,٦	٪١٤,٢	٪١٥,٠	٪١٥,٨	٪١٦,١
٠,٦٨	٠,٨٥	١,٠١	٠,٨٨	٠,٨١	٠,٧٩	٠,٧٢	٠,٦٥
نسب السوق والتقييم							
٤,٠	٤,٢	٤,٠	٤,٦	٤,٠	٣,٨	٣,٧	٣,٤
٢٠,٤	٢٥,٢	١٩,١	٢٢,٨	٢١,٣	١٩,٢	١٧,٥	١٥,٦
١,٩	١,٧	١,٥	٢,٩	٣,٥	٣,٩	٤,٥	٥,٠
٢٠,٢٠	١٩,٩٤	٢٠,٧٤	٢٢,٧٠	٢٤,٦٤	٢٧,١٤	٢٩,١٥	٣٣,٥٥
٤٦,٨٠	٤٨,٢٥	٧٥,١٠	١١٤,٠٠	١١٤,٠٠	١١٤,٠٠	١١٤,٠٠	١١٤,٠٠
٤,٠٩٩	٤,١٥٣	٦,٧٥٩	١٠,٢٦٠	١٠,٢٦٠	١٠,٢٦٠	١٠,٢٦٠	١٠,٢٦٠
٪٠,٩	٪٢,٣	٪٢,٣	٪١,٣	٪١,٨	٪١,٨	٪١,٨	٪١,٨
٢٧,٩	٣١,٥	٢٦,١	٣٢,٩	٢٩,٠	٢٥,٣	٢٢,٧	٢١,١
٢,٣	٢,٤	٣,٦	٥,٠	٤,٦	٤,٢	٣,٨	٣,٤

المصدر: تقارير الشركة، تحليلات الجزيرة كابيتال



رئيس إدارة الأبحاث - الأوراق المالية

جاسم الجبران

+٩٦٦ ١١ ٢٢٥٦٢٤٨

j.aljabran@aljziracapital.com.sa

تعد شركة الجزيرة للأسواق المالية (الجزيرة كابيتال) الذراع الاستثماري لبنك الجزيرة، وهي شركة سعودية مساهمة مغلقة متخصصة في أعمال الأوراق المالية، ملتزمة بأحكام الشريعة الإسلامية في جميع تعاملاتها. تعمل الجزيرة كابيتال تحت إشراف هيئة سوق المال السعودية. لقد تم ترخيص الشركة من قبل هيئة سوق المال لتقديم خدمات التعامل في أعمال الأوراق المالية بصفة أصيل و وكيل والتعهد بالتغطية وخدمات الإدارة والحفظ والترتيب وتقديم المشورة. إن الجزيرة كابيتال استثمارية لقصة نجاح طويلة في سوق الأسهم السعودية حافظت خلالها لسنوات عدة على الريادة والتي نطمح بمواصلتها عن طريق التطوير المستمر لخدماتنا، ومن خلال فتح آفاق تداول جديدة لعملائنا الكرام للوصول لأسواق الأوراق المالية الإقليمية والعالمية.

١. زيادة المراكز: يعني أن السهم يتم تداوله حالياً بسعر أقل من السعر المستهدف له لمدة ١٢ شهراً. والأسهم المصنفة "زيادة المراكز" يتوقع أن يرتفع سعرها بأكثر من ١٠٪ عن مستويات الأسعار الحالية خلال الأشهر الأثني عشر المقبلة.
٢. تخفيض المراكز: يعني أن السهم يتم تداوله حالياً بسعر أعلى من السعر المستهدف له لمدة ١٢ شهراً. والأسهم المصنفة "تخفيض المراكز" يتوقع أن ينخفض سعرها بأكثر من ١٠٪ عن مستويات الأسعار الحالية خلال الأشهر الأثني عشر المقبلة.
٣. محايد: يعني أن السهم يتم تداوله في نطاق قريب من السعر المستهدف له لمدة ١٢ شهراً. والسهم المصنّف "محايد" يمكن أن يتراوح سعره زائد أو ناقص ١٠٪ عن مستويات الأسعار الحالية خلال الأشهر الأثني عشر المقبلة.
٤. التوقف عن التغطية (SR/RH): يعني أن التصنيف معلق بانتظار مزيد من التحليل بسبب وجود تغيير جوهري في أداء الشركة التشغيلي/المالي، أو تغيير ظروف السوق أو أية أسباب أخرى خاصة بشركة الجزيرة للأسواق المالية.

إفصاحات وإقرارات وإخلاء المسؤولية

إن الغاية من إعداد هذا التقرير هي تقديم صورة عامة عن الشركة أو القطاع الاقتصادي أو الموضوع الاقتصادي محل البحث، وليس الهدف تقديم توصية ببيع أو شراء أو الاحتفاظ بأية أوراق مالية أو أصول أخرى. بناءً على ما سبق، لا يأخذ هذا التقرير بعين الاعتبار الظروف المالية الخاصة بكل مستثمر ومدى قابليته/رغبته بتحمل المخاطر المتعلقة بالاستثمار في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى، وبالتالي قد لا يكون مناسباً لجميع العملاء باختلاف أوضاعهم المالية وقدرتهم ورغبتهم في تحمل المخاطر. يفضل عموماً أن يقوم المستثمر بأخذ المشورة من عدة جهات ومصادر متعددة عندما يتعلق الأمر بالقرارات الاستثمارية وأن يدرس تأثير هذه القرارات على وضعه المالي والقانوني والضريبي وغيره قبل الدخول بهذه الاستثمارات أو تصفيتها جزئياً أو كلياً. إن أسواق الأسهم والسندات والمنتجات الاقتصادية الجزئية والكليّة ذات طبيعة متغيرة وقد تشهد تقلبات مفاجئة بدون سابق إنذار، لذلك قد يتعرض المستثمر في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى لمخاطر وتقلبات غير متوقعة. جميع المعلومات والآراء والتوقعات والقيم العادلة أو الأسعار المستهدفة الواردة في التقرير مستقاة من مصادر تعتقد شركة الجزيرة للأسواق المالية بأنها موثوقة، لكن لم تقم شركة الجزيرة للأسواق المالية بتفنيده هذه المعلومات بشكل مستقل، لذلك قد يحدث أن تكون هذه المعلومات مختصرة وغير كاملة، وبناءً عليه تعتبر شركة الجزيرة للأسواق المالية غير مسؤولة عن مدى دقة أو صحة المعلومات والتوقعات المبينة عليها الواردة في التقرير ولا تتحمل أية مسؤولية عن أية خسارة مادية أو معنوية قد تحدث بسبب استخدام هذا التقرير أو أجزاء منه. لا تقدم شركة الجزيرة للأسواق المالية أية ضمانات بخصوص التوقعات أو الأسعار العادلة أو الأسعار المستهدفة أو الأرقام الواردة بالتقرير وجميع التوقعات والبيانات والأرقام والقيم العادلة والأسعار المستهدفة قابلة للتغيير أو التعديل بدون إشعار مسبق. الأداء السابق لأي استثمار لا يعتبر مؤشراً للأداء المستقبلي. تقديرات السعر العادل أو السعر المستهدف والتوقعات والتصريحات بخصوص الآفاق المستقبلية الواردة بالتقرير قد لا تحصل فعلياً. قد ترتفع أو تنخفض قيمة الأسهم أو الأصول المالية الأخرى أو العائد منها. أي تغير في أسعار العملات قد يكون له أثر إيجابي أو سلبي على قيمة/عائد السهم أو الأوراق المالية الواردة في التقرير. قد يحصل المستثمر على مبلغ أقل من المبلغ الأصلي المستثمر في حالات معينة. بعض الأسهم أو الأوراق المالية قد تكون بطبيعتها قليلة السيولة / التداول أو تصبح كذلك بشكل غير متوقع في ظروف معينة وهو ما قد يزيد المخاطرة على المستثمر. قد تطبق رسوم على الاستثمارات في الأسهم. تم إعداد هذا التقرير من قبل موظفين متخصصين في شركة الجزيرة للأسواق المالية، وهم يتعهدون بأنهم وزوجاتهم وأولادهم لا يمتلكون أسهماً أو أوراق مالية يتضمّن هذا التقرير بشكل مباشر وقت إصدار هذا التقرير، لكن كاتب هذا التقرير و/أو زوجاتهم / أولادهم قد يمتلكون أوراق مالية / حصص في الصناديق المفتوحة للجمهور المستثمرة في الأوراق المالية المذكورة في هذا التقرير كجزء من محفظة متنوعة والتي تدار من قبل طرف ثالث. تم إعداد هذا التقرير بشكل منفصل ومستقل من قبل إدارة الأبحاث في شركة الجزيرة للأسواق المالية ولم يتم إطلاع أي أطراف داخلية أو خارجية قد يكون لها مصلحة مباشرة أو غير مباشرة في محتويات هذا التقرير قبل النشر، ما عدا أولئك الذين يسمح لهم مركزهم الوظيفي بذلك، و/أو الأطراف الرابعة الذين التزموا باتفاقية الحفاظ على سرية المعلومات مع الجزيرة كابيتال. قد تملك الجزيرة كابيتال و/أو الشركات التابعة لها حصصاً في الأوراق المالية المذكورة في هذا التقرير بشكل مباشر، أو بشكل غير مباشر عن طريق صناديق استثمارية تديرها و/أو ضمن صناديق استثمارية تدار من قبل أطراف ثالثة. قد تكون إدارة المصرفية الاستثمارية للجزيرة كابيتال في طور المباحثات للحصول أو حصلت فعلاً على صفقة أو صفقات من قبل الشركات موضوع هذا التقرير. قد يكون أحد أعضاء مجلس الإدارة في شركة الجزيرة للأسواق المالية أو أحد مدراءها التنفيذيين، أو أكثر من فرد واحد، عضو / أعضاء في مجلس إدارة أو الإدارة التنفيذية في إحدى الشركات المذكورة في هذا التقرير أو الشركات التابعة لها. لا يسمح بنسخ هذا التقرير أو أي جزء منه للتوزيع لأي جهة سواء داخل أو خارج المملكة العربية السعودية بدون الحصول على إذن خطي مسبق من شركة الجزيرة للأسواق المالية. على الأفراد والجهات المتلقية لهذا التقرير الالتزام بهذه القيود، والقبول بهذا التقرير يعني قبول الالتزام بالقيود السابقة.

إدارة الأصول | الوساطة | المصرفية الاستثمارية | خدمات الحفظ | المشورة

الإدارة العامة: طريق الملك فهد، ص.ب. ٢٠٤٢٨ الرياض ١١٤٥٥ المملكة العربية السعودية، هاتف: ٠١١-٢٢٥٦٠٠٠ فاكس: ٠١١-٢٢٥٦٠٦٨

شركة الجزيرة للأسواق المالية (الجزيرة كابيتال) شركة مساهمة سعودية مغلقة مرخصة من هيئة السوق المالية ترخيص رقم (٧٦٠٧٠٠٧٦-٣٧)

www.aljaziracapital.com.sa | ٨٠٠ ١١٦ ٩٩٩٩