

## شركة مواصلة للخدمات الطبية (مواصلة)

### أرباح دون التوقعات؛ خفضنا سعرنا المستهدف للسهم

جاءت نتائج مواصلة للربع الرابع 2024 أقل من التوقعات مرة أخرى، إذ انخفضت الإيرادات بنسبة 2% على أساس سنوي لتصل إلى 756 مليون ريال (+6% على أساس ربعي) وكانت أقل من تقديراتنا بنسبة 8%. والأمر الذي كان أكثر إثارة للقلق هو التراجع الكبير في الربحية إذ انخفض الربح الإجمالي بنسبة 19% على أساس سنوي ليصل إلى 318 مليون ريال. وبينما من المحتمل أن تكون الشركة قد سجلت مخصصات أقل لخسائر الديون المتوقعة مقارنة بمبلغ 86 مليون ريال في الربع الرابع 2023، فقد أدت الزيادة الحادة في تكلفة المبيعات إلى القضاء على أي فوائد ربما تكون قد تحققت من ذلك. وقد كانت هذه النتائج مخيبة للأمل بشكل خاص نظراً لأن الربع الرابع يعتبر عادة من أقوى أرباح السنة للشركة، كما أنه كان يتوفر له أساس سهل نسبياً للمقارنة بسبب المخصصات التي كانت مرتفعة في العام الماضي. ويبدو أن التحدي الرئيسي يكمن في تباطؤ النمو في أعداد المرضى في سوق مقر الشركة الرئيسي في المنطقة الشرقية، بسبب المنافسة ومعدلات الرفض المرتفعة من التأمين ومن عقد شركة أرامكو. علاوة على ذلك، فإن التوسع في مرافق الشركة الخاصة بالرعاية طويلة الأجل، جاءت أيضاً دون التوقعات. وبالإضافة إلى ذلك، فقد أدت تكاليف التوظيف المرتفعة بسبب الحاجة إلى التعاقد مع أعداد أكبر من المختصين في مختلف التخصصات وإدخال نظام التخصصات الفرعية استجابة للمنافسة المتزايدة في المنطقة الشرقية إلى خفض الربحية بشكل أكبر. ومع الأخذ في الاعتبار أن الشركة سوف تقوم بتشغيل مستشفىين جديدين خلال هذا العام في كل من جدة وينبع، فمن المتوقع أن تظل المصروفات في ارتفاع كما يتوقع أن تنخفض الهوامش. علاوة على ذلك، فقد تحولت المنافسة في مدينة جدة إلى منافسة حادة في الأونة الأخيرة بعد دخول مستشفى الحبيب في السوق. وعلى خلفية افتتاح الحبيب لمستشفى آخر في جدة في هذا العام، إلى جانب الشركات الأخرى التي مقرها جدة، وقيام كل من المستشفى السعودي الألماني ومستشفى سليمان فقيه بإجراء تدابير لحماية حصتهما في السوق، فمن حيث التوقيت يبدو أن التوسع في جدة ربما لا يأتي في مصلحة مواصلة. ولأسباب التي ذكرت أعلاه فقد قمنا بخفض تقديراتنا لإيرادات الشركة لعامي 2025 و 2026. وبناء على ذلك فقد خفضنا سعرنا المستهدف لسهم الشركة إلى 77 ريال/السهم (السابق كان 122 ريال/السهم) وتحول تصنيفنا للشركة إلى محايد.

**أرباح الربع الرابع 2024:** جاءت أرباح الربع التي بلغت 756 مليون ريال (-2% على أساس سنوي، +6% على أساس ربعي) أقل بنسبة 8% من تقديراتنا. وجاء الربح الإجمالي الذي بلغ 318 مليون ريال (-19% على أساس سنوي، وبدون تغيير على أساس ربعي) أقل بنسبة 21% من تقديراتنا. وبلغت الهوامش الإجمالية الضمنية حوالي 42.1% مقابل 49.5% لتقديراتنا. وجاء ربح التشغيل الذي بلغ 185 مليون ريال (-9% على أساس سنوي، +10% على أساس ربعي) أقل بنسبة 29% من تقديراتنا. وبلغت هامش التشغيل الضمنية حوالي 24.5% وكانت أقل بكثير من تقديراتنا التي بلغت 32.0%. وسجل صافي ربح الشركة للربع الحالي انخفاضاً بنسبة 7% على أساس سنوي ليصل إلى 172 مليون ريال (أقل من تقديراتنا بنسبة 29%) وكان متأثراً بالإيرادات المنخفضة والهوامش التي كانت أقل كثيراً من التوقعات. وبينما لم يتم بعد الإفصاح عن مخصصات الربع الرابع 2024 فقد سجلت مواصلة مخصصات بلغت 86 مليون ريال تقريباً في الربع الرابع 2023 ومخصصات بلغت 72 مليون ريال تقريباً للتسعة أشهر الأولى من 2024.

#### الشكل 1: ملخص الأرباح

(مليون ريال)	ربح 2024 4	ربح 2023 4	ربح 2024 3	تقديرات راجحي مالية سنوي	مقارنة بالراجحي المالية	سنة مالية 2024	سنة مالية 2023	سنوي
الإيرادات	756	773	711	817	-2%	6%	2,706	6%
الربح الإجمالي	318	393	318	405	-19%	0%	1,313	-2%
هامش الربح الإجمالي	42.1%	50.9%	44.7%	49.5%	-19%	0%	48.5%	48.5%
ربح التشغيل	185	204	168	262	-9%	10%	757	-4%
هامش ربح التشغيل	24.5%	26.3%	23.6%	32.0%	-29%	10%	28.0%	28.0%
صافي الربح	172	184	150	243	-7%	15%	658	-2%
صافي هامش الربح	22.7%	23.8%	21.1%	29.8%	-29%	15%	24.3%	24.3%

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

#### محايد

السعر المستهدف: (ريال) 77.0

السعر الحالي: 72.8  
ارتفاع/انخفاض: +5.8%

التقييم	24 فعلية	25 تقديري	26 تقديري
السعر/الربح (x)	22.5	23.5	23.1
السعر/القيمة الدفترية (x)	4.1	3.8	3.6
العائد على حقوق المساهمين (%)	18.9	16.6	15.9

#### المساهمون الرئيسيون

المساهمون الرئيسيون	% الملكية
محمد سلطان السبيعي	17.5
ناصر سلطان فهد السبيعي	17.5
محمد سليمان السليم	17.5

الأداء السعري	شهر	3 شهور	للعام حتى تاريخه
أرقام مطلقة	-18.2%	-22.1%	-14.5%
مقارنة بتاسي	-12.4%	-18.5%	-12.0%

#### الأرباح

(مليون ريال)	2024	2025E	2026E	2027E
الإيرادات	2,879	3,068	3,351	3,594
نمو الإيرادات	6.4%	6.6%	9.2%	7.2%
الربح الإجمالي	1,289	1,306	1,411	1,529
هامش الربح الإجمالي	44.8%	42.5%	42.1%	42.5%
الربح التشغيلي	715	696	718	802
هامش الربح التشغيلي	24.8%	22.7%	21.4%	22.3%
صافي الربح	646	618	629	703
هامش صافي الربح	22.4%	20.2%	18.8%	19.6%
نمو صافي الربح	-1.8%	-4.2%	1.8%	11.6%
ربح السهم	3.23	3.09	3.15	3.51
السعر / الربح	22.5x	23.5x	23.1x	20.7x
السعر / القيمة الدفترية	4.1x	3.8x	3.6x	3.5x
العائد على حقوق المساهمين	18.9%	16.6%	15.9%	17.1%

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

**التقييمات:** على إثر سلسلة من الأرباح التي جاءت أقل من التوقعات، فقد تراجع مستوى تفاؤل المستثمرين تجاه سهم الشركة بشكل ملحوظ. فمنذ عام 2024 ظل السهم تحت ضغوط حادة إذ انخفض بنسبة 31% مقارنة بمؤشر الرعاية الصحية الذي انخفض بنسبة 7% فقط. وقد انخفض مكرر الربح للإثني عشر شهرا السابقة إلى 22 مرة فقط وحسب اجماع المحللين ( بلومبرج) فإن السهم يتداول لعامي 2025 و 2026 عند مكرر ربح يبلغ 18 مرة و 16 مرة، على التوالي. و بعد نتائج الربع الرابع نتوقع أن تخفض تقديرات المحللين لعامي 2025 و 2026 . وفي المدى المتوسط فإن خطة الشركة لزيادة الطاقة الاستيعابية السريية من 1,600 إلى 2,220 سرير بحلول 2026، من المتوقع أن تحتوي ضمنا على فرص جيدة لنمو الإيرادات. علاوة على ذلك فقد أجرت الشركة أيضا مفاوضات لرفع الأسعار مع شركات التأمين. بيد أننا نتوقع أن يظل مستوى تفاؤل المستثمرين متراجعا تجاه السهم نظرا لأدائه الربحي في الأونة الأخيرة والمنافسة المتصاعدة في القطاع. وبما أننا قمنا بخفض تقديراتنا للإيرادات وللهمامش، فإننا نتوقع الآن أن تنمو الإيرادات بنسبة 7% فقط وينخفض صافي الربح بنسبة 4% على أساس سنوي بسبب ضغوط التكلفة الناتجة عن المرافق الجديدة بالإضافة إلى ارتفاع تكاليف كوادر الموظفين في المرافق الجديدة. وقد قيمنا سهم الشركة عند مكرر ربح يبلغ 25 مرة وهو أقل من مكرر الربح للقطاع ومن متوسط مكرر الربح التاريخي للسهم. هذا، ويبلغ سعرنا المستهدف الجديد للسهم 77 ريال/السهم ويعني ذلك ضمنا احتمال ارتفاعه بنسبة 6% فقط من إغلاقه الأخير. وقد خفضنا تصنيفنا للسهم إلى تصنيف محايد من تصنيف يتضمن التوصية بزيادة المراكز.

## الشكل 2: التقييمات

التقييم	مكررات الربح
ربح السهم 2025 تقديري	3.09
مكرر الربح	25x
السعر المستهدف للسهم (ريال)	77.0
سعر السهم الحالي في السوق	72.8
الارتفاع / (الانخفاض)	5.8%

المصدر: تقديرات الراجحي 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 والإفصاح عليها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح للآخرين عما تتضمنه من محتويات وآراء، 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 (صرحة 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 مضللة أو أنها تصلح لأي غرض محدد. فوثيقة البحث هذه إنما تقدم معلومات عامة فقط. كما أنه لا المعلومات ولا أي رأي وارد في هذه الوثيقة يشكل عرضا أو دعوة لتقديم عرض لشراء أو بيع أي أوراق مالية أو غيرها من المنتجات الاستثمارية ذات الصلة بتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات. وليس الغرض من هذه الوثيقة تقديم مشورة شخصية في مجال الاستثمار كما أنها لا تأخذ في الاعتبار الأهداف الاستثمارية أو الوضع المالي أو الاحتياجات المحددة لأي شخص معين قد يستلم هذه الوثيقة.

ينبغي للمستثمرين السعي للحصول على المشورة المالية أو القانونية أو الضريبية بشأن مدى ملاءمة الاستثمار في أي أوراق مالية، أو استثمار آخر أو أية استراتيجيات استثمار جرت مناقشتها أو التوصية بها في هذه الوثيقة، وينبغي للمستثمرين تفهم أن البيانات المتعلقة بالتوقعات المستقبلية الواردة في هذه الوثيقة قد لا تتحقق. كذلك ينبغي للمستثمرين ملاحظة أن الدخل من أوراق مالية من هذا النوع أو غيرها من الاستثمارات، إن وجد، قد يتعرض للتقلبات وبأن سعر أو قيمة تلك الأوراق المالية والاستثمارات يكون عرضة للانخفاض أو الارتفاع. كما أن التقلبات في أسعار الصرف قد يكون لها آثار سلبية على قيمة أو ثمن، أو الدخل المتأتي من استثمارات معينة. وبناء عليه، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على عائد يكون أقل من مبلغ رأسمالهم المستثمر أساسا. ويجوز أن يكون لشركة الراجحي المالية أو المسؤولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محلي البحوث) مصلحة مالية في الأوراق المالية للجهة أو الجهات المصدرة لتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات ذات العلاقة، بما في ذلك المراكز طويلة أو قصيرة الأجل في الأوراق المالية، وخيارات شراء الأسهم أو العقود 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 يراى 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.

### 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 الملتزمة بأحكام الشريعة الإسلامية :

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

"المحافظة على المركز" Neutral: نتوقع 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 المركز" Underweight: يكون سعرنا المستهدف أكثر من 10% دون مستوى السعر الحالي للسهم، ونتوقع أن يصل سعر السهم إلى المستوى المستهدف خلال فترة 6-9 شهور.

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

يرجى ملاحظة أن 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.

### للإتصال

د. سلطان التويم

مدير إدارة الأبحاث

هاتف: +966 11 836 5468

بريد الكتروني: altowaims@alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية

إدارة البحوث

طريق الملك فهد، المكتب الرئيسي

ص ب 5561 الرياض 11432

المملكة العربية السعودية

بريد الكتروني:

research@alrajhi-capital.com

www.alrajhi-capital.com

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