

شركة دله للخدمات الصحية

إيرادات الربع الرابع دون التوقعات؛ خفضنا سعرنا المستهدف لسهم الشركة.

رغمًا عن أن الربع الرابع كان قويا على أساس موسمي لشركة دله، فقد كان نمو إيرادات دله بدون تغيير في الربع الرابع 2024 على أساس سنوي وانخفاضه على أساس ربعي بنسبة 5% مخيبًا للتوقعات. وربما تكون تلك هي المرة الأولى على مدى العديد من أرباع السنة التي تشهد فيها الشركة انخفاضًا ربعيًا في الإيرادات في الربع الرابع من العام والذي عادة ما يشهد حركة مرتفعة في عدد المرضى والمراجعين. وفي الوقت الراهن يبدو الأمر غير واضح لنا حول العوامل التي تقف وراء هذا الأداء الضعيف وربما يلقي إعلان الشركة القادم حول الأرباح بعض الضوء على هذا الموضوع. بيد أننا نعتقد أن ارتفاع حدة المنافسة في الرياض من شركة الحبيب الطبية (زيادة مراكز، سعر مستهدف للسهم: 327 ريال) يمكن أن يكون هو السبب لضعف الإيرادات. وقد لاحظنا تأثيرًا سلبيًا مماثلاً لبعض المستشفيات الأخرى التي مقرها الرياض. في الربع الرابع كان نمو حجم مستشفى الدكتور سليمان فقيه (زيادة مراكز، سعر مستهدف: 66 ريال للسهم) متوسطًا بينما انخفضت إيرادات المستشفى السعودي الألماني (محاييد، سعر مستهدف للسهم: 82 ريال) بنسبة 19% على أساس سنوي. وكان المستشفى السعودي الألماني قد أعلن أن مستشفاهم في الرياض قد انخفضت إيراداته بسبب انخفاض حالات عدد المرضى المحليين إليه من وزارة الصحة. وفي البداية كانت لدينا بعض المخاوف من أن التوسع السريع من جانب شركة الحبيب يمكن أن يؤثر سلبًا على الشركات النظيرة لها. غير أننا كنا نرى أن الإجراءات الأخيرة التي اتخذتها شركة دله لاستخدام أخصائيين وإدخال خدمات جديدة واستيعاب مساعدي أخصائيين، من شأنها الحد من هذا التأثير كما أن هناك مجالًا كافيًا لهذين المستشفيات العاملين في الرياض، لتحقيق النمو. علاوة على ذلك فإن الأداء القوي لشركة دله في الربع الثالث 2024 (الإيرادات ارتفعت بنسبة 13% على أساس سنوي) كان أمرًا مطمئنًا أيضًا.

في المدى القريب توفر الشركة بالتأكيد فرصًا جذابة للنمو إذ أنها قد استحوذت على مستشفياتين كبيرين كما بدأت الاستثمار في أسواق جديدة مثل سوق الاحساء وسوق الخبر. وبعد الإعلان عن هذين الاستحواذين، فقد تحول موقفنا حول الشركة مؤخرًا إلى إيجابي إذ أننا نعتقد أن هذه الصفقة ستسمح للشركة بالتوسع في المنطقة الشرقية مما يؤدي إلى إزالة مخاطر المنافسة في سوق مقرها الرئيسي. وفي الوقت ذاته فإن السعر الذي تم دفعه لهذين الاستحواذين يعتبر منخفضًا مقارنة بعملية التوسع عن طريق إنشاء مستشفيات جديدة خارج مقرها الرئيسي. علاوة على ذلك، فإن التمويل عن طريق الأسهم عند مكرر ربح ثلاثي عشر شهرًا الأخيرة يبلغ 37 مره يعتبر استراتيجيًا جيدة في رأينا نظرًا لأن شركة دله لن تشهد أي ضغوط إضافية في الميزانية. ومن حيث التحكم في الخسائر الناتجة عن تشغيل المستشفيات الجديدة، فقد افترضنا أن النمو القوي في مستشفى الرياض من شأنه أن يحد من التأثير على الأرباح حتى تكتمل التوسعات. ومع ذلك، فبعد نتائج الربع الرابع التي جاءت دون التوقعات والاتجاهات العامة للإيرادات للعيادات من الفئة أ/عيادات كبار الشخصيات لهذه المستشفيات، فقد تحولت نظرنا إلى نظرة محاطة بالشكوك وخفضنا الان تقديراتنا لأرباح 2025 لشركة دله. ومع الأخذ في الاعتبار أن معنويات المستثمرين تجاه أسهم النمو المرتفع قد انخفضت، فقد افترضنا مكرر تقييم أقل كثيرًا لسهم الشركة في الوقت الراهن. ووفقًا لذلك، فقد خفضنا سعرنا المستهدف للسهم بشكل ملحوظ إلى 141 ريال/السهم من 192 ريال/السهم كما خفضنا تصنيفنا للسهم إلى تصنيف محايد من تصنيف كان يتضمن التوصية بزيادة المراكز في السهم.

أرباح الربع الرابع 2024: كانت الإيرادات للربع الرابع 2024 بدون تغيير على أساس سنوي وبلغت 809 مليون ريال وكانت أقل بنسبة 11% من تقديراتنا. وبلغ الربح الإجمالي في الربع الرابع 2024 حوالي 293 مليون ريال (-1% على أساس سنوي، -9% على أساس ربعي) مع تراجع الهوامش الاجمالية بمقدار 52 نقطة أساس على أساس سنوي وبمقدار 190 نقطة أساس على أساس ربعي لتصل إلى 36.2% وجاءت أدنى من رقمنا التقديري الذي كان 38.1%. وبلغ الربح التشغيلي 115 مليون ريال (-14% على أساس سنوي، -29% على أساس ربعي) إذ شهدت هوامش التشغيل تراجعًا بمقدار 240 نقطة أساس لتصل إلى 14.3% وكانت أقل من تقديراتنا التي بلغت 18.8%. وقد عوض جزئيًا عن النمو الثابت في الإيرادات والهوامش التي جاءت أقل من التوقعات، تنفقت الربح من مصادر أخرى من خلال الدخل الصافي للربع الرابع 2024 الذي بلغ 114 مليون ريال وجاء أقل بنسبة 17% من تقديراتنا.

الشكل 1: ملخص الأرباح

على أساس سنوي	س مالية 2023	س مالية 2024	مقارنة بالراجحي المالية	على أساس ربعي	على أساس سنوي	تقديرات الراجحي المالية	الربع 3 2024	الربع 4 2023	الربع 4 2024	(مليون ريال)
9%	2,943	3,206	-11%	-5%	0%	907	806	809	الإيرادات	
12%	1,079	1,207	-15%	-9%	-1%	346	296	293	الربح الإجمالي	
12%	506	567	-32%	-29%	-14%	171	134	115	هامش الربح الإجمالي	
31%	360	471	-17%	-10%	0%	137	114	114	هامش الربح التشغيلي	
	12.2%	14.7%				15.1%	14.1%	14.1%	صافي هامش الربح	

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

محاييد

السعر المستهدف: (ريال) 141.0

السعر الحالي: 131.4

ارتفاع/انخفاض: +7.3% السعر الحالي

التقييمات	24 فعلية	25 تقديري	26 تقديري
السعر/الربح (x)	27.2	31.9	26.1

المساهمون الرئيسيون

دله البركة القابضة 48.71%

الأداء السعري	شهر	3 شهور	للعام حتى تاريخه
أرقام مطلقة	-15.1%	-15.8%	-12.4%
مقارنة بتاسي	-10.0%	-13.6%	-10.7%

الأرباح

تقديرية 2027	تقديرية 2026	تقديرية 2025	فعلية 2024	(مليون ريال)
4,762	4,265	3,746	3,206	الإيرادات
11.7%	13.8%	16.9%	8.9%	نمو الإيرادات
1,738	1,493	1,300	1,207	الربح الإجمالي
36.5%	35.0%	34.7%	37.6%	هامش الربح
806	688	578	567	ربح التشغيل
16.9%	16.1%	15.4%	17.7%	هامش التشغيل
647	510	418	471	صافي الربح
13.6%	12.0%	11.2%	14.7%	صافي هامش الربح
6.37	5.03	4.12	4.83	ربح السهم
20.6x	26.1x	31.9x	27.2x	السعر/الربح

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

ملحوظة: افترضنا توحيد مستشفى السلام ومستشفى ومستشفى الاحساء بدءًا من الربع الثاني 2025. ومن 2025 فصاعدًا، فإن الحصص مستعكس زيادة رأس المال المقترحة لشركة دله للرعاية الصحية إلى 1.02 مليار ريال ويشمل ذلك حصص جديدة تبلغ قيمتها 3.89 مليون ريال ناتجة عن الاستحواذ.

التقييمات: بعد عمليتي الاستحواذ قفزت شركة دله لتصبح ثاني أكبر مستشفى بعد مستشفى الحبيب كما حسنت بشكل ملحوظ فرص نموها. بيد أننا وبناء على أرقام الربع الرابع فإننا نفضل الان انتظار ومراقبة اتجاهات الإيرادات في النصف الأول لمستشفياتها في الرياض. وفي الوقت ذاته فإن المعنويات العامة المتعلقة بالقطاعات ذات النمو المرتفع بما فيها المستشفيات، قد تحولت الى سلبية. وبناء عليه فقد استخدمنا مكرر ربح منخفض يبلغ 28 مره على أساس متوسط ربح السهم لعام 2026. ومع الأخذ في الاعتبار أن المستشفيات لا يعملان بطاقتهم التشغيلية المثلى كما أن أحد المستشفيات جديد، فمن المتوقع أن تتخفص الأرباح في 2025 نظرا لتوحيد المستشفيات وعليه فقد اعتبرنا أن ربح السهم لعام 2026 سيكون هو الداعم لسعرنا المستهدف للسهم. وبناء على متوسط يمزج بين ربح السهم لعام 2026 (تقديري) ومكرر ربح مستهدف يبلغ 28 مره، فإن القيمة العادلة المحدثة للسهم تبلغ 141 ريال/السهم. وعند سعرنا المستهدف للسهم فإن نسبة ارتفاع السهم الضمنية تبلغ ~7% تقريبا وعليه فقد تحول تصنيفنا للسهم الى " محايد" من التصنيف السابق الذي كان يتضمن التوصية بزيادة المراكز في السهم.

الشكل 2: التقييمات.

التقييم النسبي	التقييم
مكرر ربح مستقبلي	28.0x
ربحية السهم 2026E	5.03
القيمة العادلة	141.0
سعر السوق الحالي	131.4
ارتفاع/انخفاض	7.3%

المصدر: بيانات الشركة، 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 شهرا.

"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 شهرا.

"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 تحقيق أي سعر مستهدف يخضع لأوضاع السوق بوجه عام والاتجاهات الاقتصادية وغيرها من العوامل الخارجية، أو إذا كانت الأرباح أو الأداء التشغيلي للشركة المعنية يتجاوز أو دون مستوى توقعاتنا.

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