

الشركة الوطنية للرعاية الطبية (رعاية)

ضغوط التكلفة تتصاعد، تم خفض السعر المستهدف للسهم

كانت نتائج الربع الرابع 2024 للشركة متباينة مع نمو قوي في الإيرادات مدعوما بدمج البيانات المالية لمستشفى السلام مع البيانات المالية للشركة الأم والمساهمة من عقد مدينة الأمير سلطان الطبية. ومع ذلك، فإن الهوامش الإجمالية سجلت انخفاضا بسبب الارتفاع في التكاليف التي جاءت أساسا من مستشفى السلام (محقق لخسائر). علاوة على ذلك، كانت مصروفات التشغيل (معدلة للعمليات غير المتكررة) أعلى كثيرا مما كان متوقعا. وعليه، وعلى أساس الأرقام المعدلة (قبل عكس القيد المحاسبي للرسوم القانونية)، فقد كان صافي الربح منخفضا مقارنة بتوقعاتنا. إجمالا، فقد شهدت السنة المالية 2024 نموا في الإيرادات بنسبة بلغت 20% تقريبا على أساس سنوي مدعوما بالدمج الكامل لبيانات مستشفى رعاية فرع البلد والمساهمة الجزئية من مستشفى السلام، بيد أن ربحية التشغيل سجلت انخفاضا ويعزى ذلك إلى الارتفاع في مخصصات الخسائر الائتمانية المتوقعة وتأثير الدمج (الشركات المستحوذ عليها لديها هوامش أقل). وسجل صافي الربح المعلن عنه في السنة المالية 2024 نموا بنسبة 24% على أساس سنوي ولكنه كان مدعوما بعملية غير متكررة بلغت قيمتها 71 مليون ريال (مرتبطة بعكس القيود المحاسبية للرسوم القانونية والزكاة). وعند التعديل لاستيعاب ما ذكره، كان صافي الدخل سينخفض بنسبة 6% على أساس سنوي بسبب هوامش التشغيل الضعيفة والارتفاع في تكاليف التمويل.

وفي الفترة القادمة في 2025، نتوقع أن تنمو الإيرادات بنسبة 21% على أساس سنوي مدعومة بمستشفى السلام (بتوقع أن تتعكس نتائج الدمج كاملة) والمساهمة الكاملة من عقد مدينة الأمير سلطان الطبية وكذلك التوسع في شركة جوار للخدمات الطبية ومستشفى الرعاية النفسية. إننا نتوقع تأثير في الإيرادات والتكلفة من عملية الاستحواذ المتعلقة بمستشفى السلام المحقق للخسائر في الوقت الراهن. وعليه، فإننا نفترض انخفاضا متوسطا بمقدار 60 نقطة أساس في الهوامش الكلية لعام 2025 بينما نتوقع أن تكون هوامش التشغيل بدون تغيير. وفي رأينا فإن إيجابيات الاستحواذ الرئيسية يمكن أن تتحقق من التوسع في عدد المرضى المؤمن عليهم وترشيد تكاليف القوى العاملة إلى جانب وجود مجال لخفض التكاليف الثابتة المتداخلة للشركة. كما نفترض انخفاضا في مخصصات خسائر الائتمان المتوقعة بمستوى أقل كثيرا نظرا لأن الشركة ستعتمد على علاقاتها الحالية مع شركات التأمين لزيادة كفاءة عملية التحصيل. وبالرغم من افتراض ثبات هوامش التشغيل، فإن صافي الربح المعلن عنه سينخفض في 2025 (-10% إلى 18% على أساس سنوي، معدّل: +18% على أساس سنوي) بسبب غياب أي عمليات غير متكررة والارتفاع في تكاليف التمويل (تكاليف التمويل المرتبطة بالتزامات الإيجار يتوقع أن ترتفع). وبعد عام 2025، نتوقع تحقيق نمو في الإيرادات من خانة أحادية واحدة متوسطة وبعض التحسن في هوامش التشغيل. ونتوقع أن يتحسن معدل النمو ابتداء من 2028 فور الانتهاء من تشييد مستشفى الشركة بحي النرجس.

خلال السنوات القليلة الماضية، تمكنت الشركة بشكل ملحوظ من تحسين أداؤها التشغيلي. فقد نمت إيراداتها بنسبة تجاوزت 40% منذ 2022 بينما ارتفعت الهوامش الإجمالية بمقدار 350 نقطة أساس مقارنة بمستواها في 2022. ولا تزال استراتيجية النمو التي انطلقت في 2022 مثمرة حتى الآن رغم أن بعض العثرات مثل عدم تجديد عقد الحرس الوطني. بيد أنه في الفترة القادمة، فإن الخطة الرامية لاستهداف المرضى من الفئة (أ) / فئة كبار الشخصيات من خلال التوسع في مشاريع جديدة، يمكن أن تصبح بعض التحديات. وفي رأينا فإن مجال المرضى من الفئة (أ) أصبحت تسوده منافسة عالية عقب التوسع المضطرد الذي شهده مستشفى الحبيب. وفي ذات الوقت فإن الشركات الأخرى في المجال لديها أيضا خطط لإضافة مزيد من الأسرة في مستشفيات شمال الرياض لجذب فئة الدخل العالي نسبيا من المجتمع. إن النتائج الربعية الأخيرة من مستشفيات الفئة (أ) التي شهدت بعض الخسائر من حصتها السوقية، أدت إلى مخاوف حول فرص السوق الكلية في المدى القريب. وبناء عليه، فإننا متشككون بعض الشيء حول دخول مستشفى رعاية لهذا المجال. وعلى خلفية نتائج الربع الرابع الضعيفة وافتراض ارتفاع التكاليف في 2025 عما كانت عليه سابقا وكذلك حالة التشكك حول مستشفى الشركة القادم في حي النرجس، فقد قمنا بخفض سعرنا المستهدف للسهم إلى 176 ريال/السهم من 214 ريال/السهم سابقا. وعليه، ورغمما عن الانخفاض الأخير في سعر السهم، فقد أبقينا على توصيتنا المحايدة للسهم.

محايد

السعر المستهدف: (ريال) 176.0

السعر الحالي: 166.0
ارتفاع/انخفاض: +6.0%

التقييم	24 فعلية	25 تقديري	26 تقديري
السعر/الربح (x)	32.8	27.7	25.3
السعر/القيمة الدفترية (x)	4.6	4.1	3.7
العائد على حقوق المساهمين (%)	14.7	15.6	15.4

المساهمون الرئيسيون

مجموعة الشركة السعودية للرعاية الطبية 49.20 % الملكية

الأداء السعري	شهر	3 شهور	للعام حتى تاريخه
أرقام مطلقة	-3.4%	0.5%	-0.6%
مقارنة بتاسي	0.9%	1.3%	1.4%

الأرباح

SAR mn	2024	2025E	2026E	2027E
الإيرادات	1,294	1,560	1,651	1,713
النمو على أساس سنوي	19.6%	20.6%	5.8%	3.7%
الربح الإجمالي	454	538	578	599
الهوامش	35.1%	34.5%	35.0%	35.0%
الربح التشغيلي	248	299	330	346
الهوامش	19.2%	19.2%	20.0%	20.2%
صافي الربح	298	269	294	309
الهوامش	23.0%	17.2%	17.8%	18.0%
*صافي الربح المعدل	227	269	294	309
الهوامش	17.5%	17.2%	17.8%	18.0%
ربح السهم المعدل	5.06	5.99	6.56	6.89
*السعر/القيمة الدفترية	32.8x	27.7x	25.3x	24.1x
*العائد على حقوق المساهمين	14.7%	15.6%	15.4%	14.6%

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

ملحوظة: أرقام معدلة لعكس الرسوم القانونية والزكاة. ربح السهم والعائد على حقوق المساهمين لعام 2025 تم حسابها باستخدام أرقام معدلة.

نتائج الربع الرابع 2024: بلغت الإيرادات 373 مليون ريال (+24% على أساس سنوي، +14% على أساس ربعي) وكانت أعلى من تقديراتنا. وكانت العوامل المحركة الرئيسية لهذا الارتفاع تتمثل في الارتفاع في عدد المرضى من الفروع الجديدة ومركز الصحة النفسية. وكانت الأرباح الاجمالية التي بلغت 124 مليون ريال (+16% على أساس سنوي، +11% على أساس ربعي) أعلى بنسبة 4% من تقديراتنا ولكن الهامش الضمني بلغ 33.3% مقارنة بتقديراتنا التي بلغت 34.9%. وبلغ الربح التشغيلي المعلن 89 مليون ريال (+56% على أساس سنوي، +25% على أساس ربعي). ولكن بعد تعديله لاستيعاب القيود المحاسبية المعكوسة (مقيدة مقابل مطالبات قانونية)، سيبلغ الربح التشغيلي 46 مليون ريال (-19% على أساس سنوي، -35% على أساس ربعي) وبذلك يكون أقل من تقديراتنا التي بلغت 72 مليون ريال. وبلغ صافي الربح المعلن 87 مليون ريال ولكن بعد تعديله لاستيعاب القيود المحاسبية المعكوسة، سيبلغ صافي الربح المعدل 45 مليون ريال (-29% على أساس سنوي، -25% على أساس ربعي). وكان ذلك أقل من تقديراتنا ومن متوسط تقديرات المحللين أيضا.

الشكل 1: ملخص الأرباح

سنتي	السنة المالية 24		مقارنة بالراجحي المالية	ربعي	سنوي	تقديرات الراجحي المالية			
	السنة المالية 23	السنة المالية 24				الربع 4-2024	الربع 4-2023	الربع 3-2024	الربع 3-2023
الإيرادات	1,082	1,294	9%	14%	24%	342	326	300	373
الربح الإجمالي	370	454	4%	11%	16%	119	112	107	124
الهامش الإجمالي	34.2%	35.1%				34.8%	34.2%	35.6%	33.3%
الربح التشغيلي	247	297		25%	56%	71	57	89	89
الهامش التشغيلي	22.8%	22.9%				21.8%	19.0%	23.8%	23.8%
صافي الربح	0	241		45%	37%	60	63	87	87
الهامش الصافي	22.3%	23.0%				18.5%	21.2%	23.4%	23.4%
الربح التشغيلي المعدل	-9%	247	-36%	-35%	-19%	72	71	57	46
هامش الربح التشغيلي المعدل	22.8%	17.4%				21.1%	21.8%	19.0%	12.4%
صافي الربح المعدل*	-6%	241	-30%	-25%	-29%	64	60	63	45
صافي الهامش المعدل	22.3%	17.5%				18.7%	18.5%	21.2%	12.0%

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.
ملحوظة: معدل لاستيعاب عكس القيود المحاسبية للرسوم القانونية في الربع الرابع 2024 وبالنسبة لصافي الربح للسنة المالية 2024، عدلنا أيضا عكس القيود المحاسبية للزكاة.

التقييمات: إجمالا، نتوقع أداء قويا للإيرادات خلال السنة المالية 2025 غير أن ضغوط التكاليف وغياب العمليات غير المتكررة، من المتوقع أن يؤثر سلبا على صافي الربح. ومن 2025 فصاعدا تشير تقديراتنا الى نمو صافي الربح بخانة رقمية متوسطة الى عالية خلال الفترة 2026-2027. ونظرا للمنافسة المتصاعدة والنمو المتوسط بعد 2025 حتى 2027، فقد خفضنا مكرر تقييمنا المستهدف الى 28 مره من 30 مره. وقد توصلنا الى ربحنا المستهدف للسهم باستخدام طريقة التقييم النسبي وذلك بتطبيق مكرر ربح مستهدف يبلغ 28 مره ناتج عن المزج بين مكرر الربح لعامي 2025 و2026. هذا، وبلغ سعرنا المستهدف الجديد للسهم 176 ريال/السهم ويعني ذلك احتمال ارتفاعه بنسبة 6% تقريبا مما يعني ضمنا تقييما محايدا للسهم.

التقييمات

التقييم	التقييمات
28.0x	مكرر ربح مستقبلي
6.27	ربح السهم 2025/2026 تقديري
176.0	القيمة العادلة للسهم
166.0	السعر الحالي
6.0%	ارتفاع

المصدر: تقديرات الراجحي المالية.

الإخلاء من المسؤولية والإفصاح عن معلومات إضافية لأغراض أبحاث الأسهم

خلاء من المسؤولية

أعدت وثيقة البحث هذه من قبل شركة الراجحي المالية "الراجحي المالية"، الرياض، المملكة العربية السعودية للاستخدام العام من عملاء شركة الراجحي المالية ولا يجوز إعادة توزيعها أو إعادة إرسالها أو الإفصاح عنها، كليا أو جزئيا، أو بأي شكل أو طريقة، دون موافقة كتابية صريحة من شركة الراجحي المالية. إن استلام هذه الوثيقة 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 رأسمالمهم 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 يراني 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 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