



مؤشرات إيجابية على المساهمات المستقبلية من مستشفيات الخبر والأحساء؛ يوجد مؤشرات أولية لضغوط تنافسية على مستوى القطاع بما فيه على شركة دله، مما فرض مراجعة التوقعات

أعلنت دله الصحية عن نتائج الربع الثاني ٢٠٢٥ متضمنة صافي الربح بقيمة ١٢٤ مليون ريال سعودي، نمو عن الربع المماثل من العام السابق بنسبة ١١,١% وأقل من الربع السابق بنسبة ٢٠,١%. باستثناء تأثير عكس الزكاة بنحو ١٢,٥ مليون ريال، يكون صافي الربح قريباً من مستواه للربع المماثل من العام السابق وذلك بسبب الضغوط الأولية من الاستحواذات. بالرغم من ذلك، رفعت الاستحواذات من الإيرادات الربع سنوية لشركة دله إلى أعلى مستوى عند ١,٠٦ مليار ريال سعودي، نمو عن الربع المماثل من العام السابق بنسبة ٣٨,٨% وأعلى من الربع السابق بنسبة ٢٧,٦%. سجلت المستشفيات المستحوذ عليها نمواً في إيراداتها للربع الثاني ٢٠٢٥ بنسبة ٧٢% عن الربع المماثل من العام السابق مما يعتبر إشارة واعدة، كما رفعت مستشفى الخبر من معدلات التشغيل مما أدى إلى تقليص خسائرها للربع محل المراجعة بنسبة ٥٩% عن الربع المماثل من العام السابق إلى ١٨ مليون ريال سعودي. نعتبر هذه المؤشرات علامات إيجابية على القدرات التي تتمتع بها شركة دله لتعزيز أداء تلك المستشفيات. بالرغم من ذلك، نرى أن الضغوط التنافسية في القطاع أصبحت أكثر وضوحاً، وكذلك على مستشفى المملكة التابع لدله، حيث يوجد مؤشرات أولية على زيادة الديناميكيات التنافسية في السوق فيما يتعلق بجذب المرضى والكوادر الطبية. نتوقع استمرار هذه الضغوط في ظل الزيادة المتوقعة في عدد الأسرة للقطاع في مدينة الرياض بنحو ٥,٠٠٠ سرير بحلول العام ٢٠٣٥. بينما تستمر التوقعات لمستشفيات الخبر والأحساء، بالإضافة لتوسعة مستشفى العارض، قمنا بتخفيض توقعاتنا للنمو السنوي المركب للإيرادات وصافي الربح للفترة ٢٠٢٤ - ٢٠٢٨ إلى ١٣,١% و ١٣,٨% على التوالي بدلاً من نمو بمعدلات ١٣,٦% و ٢٠,٦% على التوالي، وذلك بسبب تزايد الديناميكيات التنافسية على مستوى القطاع. قمنا بتخفيض السعر المستهدف إلى ١٤٧,٠ ريال سعودي للسهم والتوصية إلى "محايد" لسهم الشركة كمزود رعاية صحية من الفئة المتميزة بمكرر ربحية معدل متوقع للعام ٢٠٢٥ عند ٢٩,٦ مرة.

تظهر نتائج الربع الثاني ٢٠٢٥ تحقيق الشركة إيرادات ربع سنوية تجاوزت للمرة الأولى مستوى ١ مليار ريال سعودي بدعم من مساهمة الشركتين المستحوذ عليهما في المجموعة مع بدء التحسن في الطاقة التشغيلية؛ حققت دله نتائج جيدة للربع الثاني ٢٠٢٥ وهي نتائج تعكس التأثير الكامل للاستحواذ على مستشفى الخبر والأحساء مع وجود مؤشرات إيجابية على المساهمة المحتملة للمستشفيات في نمو المجموعة عند بدء تشغيلها. حتى ذلك الحين، ارتفع صافي الربح عن الربع المماثل من العام السابق بنسبة ١١,١% لكنه انخفض عن الربع السابق بنسبة ٢٠,١% ليصل إلى ١٢٤,٣ مليون ريال سعودي، وباستثناء عكس مخصص زكاة سجلته الشركة بقيمة ١٢,٥ مليون ريال سعودي، يكون مستوى صافي الربح حول مستواه للربع المماثل من العام السابق. باستثناء الأرباح غير المتكررة التي حققتها الشركة في الربع الأول ٢٠٢٥ بقيمة ٥١ مليون ريال سعودي، كانت الشركة ستسجل نمواً في صافي الربح عن الربع السابق بنسبة ١٩%. ارتفعت الإيرادات بشكل كبير لتصل إلى ١,٠٦ مليار ريال سعودي، ارتفاع عن الربع المماثل من العام السابق بنسبة ٣٨,٨% و ٢٧,٦% عن الربع السابق. جاء هذا النمو بدعم من دمج الشركتين المستحوذ عليهما اللتين ساهمتا بنحو ٥٩% من نمو الإيرادات خلال الربع. في إشارة إلى المساهمات المستقبلية، ارتفعت إيرادات الشركتين المستحوذ عليهما في الربع الثاني ٢٠٢٥ عن الربع المماثل من العام السابق بنسبة ٧٢% في حين خفض مستشفى الخبر صافي خسائره بنحو ٦١% خلال نفس الفترة لتصل إلى ١٨ مليون ريال سعودي. انكمش هامش إجمالي الربح نتيجة دمج الاستحواذات إلى ٣٥,٤% (انخفاض عن الربع المماثل من العام السابق بمقدار ٣٥ نقطة أساس و ٣٠ نقطة أساس عن الربع السابق)، ليتجاوز توقعاتنا الأولية عند ٣٤,١% على الرغم من ذلك، نتوقع أن يؤدي استمرار نمو مستشفى الخبر وتحسن أداء مستشفى الأحساء إلى تحسن هامش أرباح المجموعة تدريجياً.

تقلب أداء مستشفى المملكة التابع لدله يُظهر مؤشرات مبكرة على مخاطر المنافسة في القطاع؛ نخفض توقعاتنا للنمو السنوي المركب للإيرادات وصافي الربح للفترة ٢٠٢٤-٢٠٢٨ إلى معدل سنوي مركب ١٣,١% و ١٣,٨% من ١٣,٦% و ٢٠,٦% على التوالي؛ شهدت الأرباح الأخيرة ضغوطاً تنافسية في القطاع نتيجة افتتاح مرافق جديدة وتوسعها في مختلف مدن المملكة. كانت الضغوط التنافسية واضحة لدى شركة دله في الربع الرابع ٢٠٢٤، والذي يُعد تقليدياً الربع الأهم في القطاع، وذلك من خلال نتائج مستشفى المملكة، كما ظهرت تأثيرات مشابهة في الربع الأول ٢٠٢٥ مع الأخذ في الاعتبار العوامل الموسمية. نتوقع الإدارة استمرار هذه التأثيرات التنافسية لعدة أرباع قادمة حيث يتجه المرضى إلى مقدمي الخدمات الجدد في المنطقة. نعتبر عن قلقنا بشأن التقلبات التي ظهرت في الأداء الأساسي لبعض الشركات التابعة نتيجة للضغوط التنافسية، حيث تعزز الشركات المدرجة في القطاع من تواجدها في جميع مناطق دله وخاصة في الرياض حيث من المتوقع طرح أكثر من ٥٠٠٠ سرير حتى ٢٠٣٥ (وفقاً لدراسة جونز لانج لاسال). نخفض توقعاتنا للنمو السنوي المركب للإيرادات وصافي الربح للفترة ٢٠٢٤-٢٠٢٨ إلى ١٣,١% و ١٣,٨% من ١٣,٦% و ٢٠,٦% على التوالي، مما يعكس ديناميكيات المنافسة في القطاع على استقطاب المرضى وتضخم تكلفة الموظفين يعكس هذا الانخفاض زيادة التأثيرات الواضحة للمنافسة المتنامية خلال الأرباع الماضية بين مقدمي الخدمات المتميزة، فضلاً عن الضغوط التنافسية نتيجة زيادة تكاليف التوظيف.

من المتوقع أن يدعم اكتمال عملية استحواذ مستشفيات الخبر والأحساء بنهاية الربع الأول ٢٠٢٥ مسار نمو دله على المدى المتوسط من خلال زيادة عدد الأسرة بنسبة ٦٠%؛ تم دمج المستشفيات خلال الأسبوع الأخير من الربع الأول ٢٠٢٥ مما زاد محفظة الأسرة لدى دله بنحو ٦٠% إلى نحو ٢,٠٠٠ سرير مع توسيع نطاق تواجدها في المنطقة الشرقية. يستمر مستشفى الخبر في مرحلة التشغيل التدريجي وتتوقع الإدارة الوصول إلى نقطة التعادل بحلول الربع الثاني ٢٠٢٦، حيث أحرزت تقدماً كبيراً بحلول الربع الثاني ٢٠٢٥ مما خفض صافي الخسائر عن الربع المماثل من العام السابق بنسبة ٦١%. يمكن لمستشفى الأحساء من خلال أدائها الجيد الاستفادة من الكفاءة وفورات الحجم وخطط نمو دله، حيث تخطط الإدارة إعادة تصميم وتخطيط المستشفى. ارتفعت إيرادات كلا المستشفيات خلال النصف الأول ٢٠٢٥ عن الفترة المماثلة من العام السابق بنسبة ٥٢%، حيث ارتفعت الإيرادات خلال الربع الثاني ٢٠٢٥ بنحو ١٧٦ مليون ريال سعودي، وتتوقع الإدارة أن تبلغ مساهمة المستشفيات ما يقارب ٥٠٠ مليون ريال سعودي في إيرادات دله للعام ٢٠٢٥. لكننا نتوقع أن تكون هذه التقديرات متحفظة. بلغ الدين الناتج عن عملية الاستحواذ ٣,١ مليار ريال سعودي بحلول الربع الثاني ٢٠٢٥، نتيجة إضافة نحو ٧٠٠ مليون ريال سعودي من ديون الشركات المستحوذ عليها و ٣٠٠ مليون ريال سعودي من الديون لتمويل الجزء النقدي لعملية الاستحواذ. بلغ معدل ديون في الربع الثاني ٢٠٢٥ خلال فترة آخر ١٢ شهراً إلى EBITDA نحو ٤,٠ مرة، ونتوقع انخفاضه إلى ٢,٦ مرة في العام ٢٠٢٧ نتيجة خطط تخفيض الديون وتحسين المساهمة من عمليات الاستحواذ.

التوصية	محايد
السعر المستهدف (ريال سعودي)	١٤٧,٠
التغير في السعر*	١,٠- %

المصدر: تداول، *الأسعار كما في ٢٨ سبتمبر ٢٠٢٥

أهم البيانات المالية	٢٠٢٤	٢٠٢٥ متوقع	٢٠٢٦ متوقع	٢٠٢٧ متوقع
الإيرادات	٣,٢٠٦	٤,٠٩٨	٤,٥٦٦	٤,٩٤٨
النمو %	٨,٩	٢٧,٨	١١,٤	٨,٤
إجمالي الربح	١,٢٠٧	١,٤٦٥	١,٦٧٨	١,٧٦٩
الربح التشغيلي	٥١٧	٧٠٠	٨٢٠	٨٥٨
صافي الربح	٤٧١,٢	٥٥٩,٦	٦٤٣,١	٦٨٠,١
النمو %	٣٠,٨	١٨,٨	١٤,٩	٥,٧
ربح السهم*	٤,٦٤	٥,٥١	٦,٣٣	٦,٧٠
التوزيعات للسهم	٢,٠٠	٢,٠٠	٢,٠٠	٢,٠٠

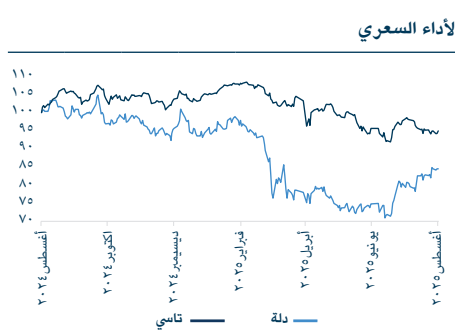
المصدر: تقارير الشركة، إدارة الأبحاث في الجزيرة كابيتال، *بعد زيادة رأس المال ** تشمل الأرباح غير المتكررة البالغة ٥١,٤٤ مليون ريال سعودي

أهم النسب	٢٠٢٤	٢٠٢٥ متوقع	٢٠٢٦ متوقع	٢٠٢٧ متوقع
هامش إجمالي الربح	٣٧,٦	٣٥,٧	٣٦,٧	٣٥,٨
هامش الربح التشغيلي	١٧,٧	١٧,١	١٧,٩	١٧,٣
هامش صافي الربح	١٤,٧	١٣,٧	١٤,١	١٣,٧
هامش EBITDA	٢٢,١	٢٢,٤	٢٣,٢	٢٢,٤
العائد على حقوق المساهمين	١٤,١	١٤,٣	١٤,١	١٣,٧
العائد على الأصول	٧,٣	٧,١	٧,٨	٦,٩
مكرر الربحية (مرة)	٣٢,٣	٢٧,٠	٢٣,٤	٢٢,٢
مكرر القيمة الدفترية (مرة)	٤,٢	٣,٤	٣,١	٢,٩
EV/EBITDA (مرة)	٢٤,٢	١٩,٩	١٧,٢	١٦,١
عائد توزيع الأرباح	١,٠	١,٣	١,٧	٢,٠

المصدر: تقارير الشركة، دائرة الأبحاث في الجزيرة كابيتال

بيانات السوق الرئيسية	١٤,٩
القيمة السوقية (مليار)	١٤,٩
منذ بداية العام حتى تاريخه	٥,٠- %
السعر الأعلى - الأدنى خلال ٥٢ أسبوع	١٠٩,٠ / ١٦٨,٤
عدد الأسهم القائمة (مليون)	١٠١,٦

المصدر: تقارير الشركة، إدارة الأبحاث في الجزيرة كابيتال

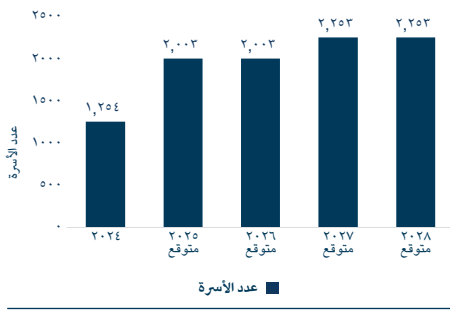


المصدر: تداول، إدارة الأبحاث في الجزيرة كابيتال

محلل أول
ابراهيم عليوات
٩٦٦ ١١ ٢٢٥١١٥
i.elaiwat@Aljaziracapital.com.sa

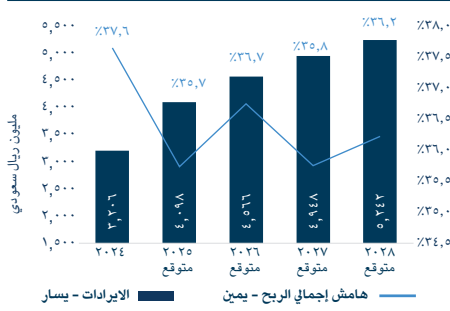


شكل ١: توسعة مستشفى العارض المتوقعة في العام ٢٠٢٧ ستزيد من حملة توسعة دله بمقدار ٢٥٠ سرير



المصدر: العروض التقديمية للشركة، إدارة الأبحاث في الجزيرة كابيتال

شكل ٢: من المتوقع أن يواجه هامش إجمالي الربح تحديات بسبب التوسعات وارتفاع تكاليف التشغيل



المصدر: البيانات المالية للشركة، إدارة الأبحاث في الجزيرة كابيتال

توقعات بأن تؤدي توسعة مستشفى العارض إلى زيادة عدد الأسرة بنسبة ١٢٪ بحلول ٢٠٢٧، مما يدعم أداء دله على المدى المتوسط: من المتوقع البدء بتشغيل توسعة مستشفى العارض (٢٥٠ سرير) في شمال الرياض بحلول ٢٠٢٧ مما يعزز تواجد المجموعة في المنطقة الوسطى. تستمر شدة المنافسة في منطقة الرياض على الرغم من توقعات النمو، وذلك بسبب سعي المزيد من شركات الرعاية الصحية إلى زيادة تواجداتها في المنطقة. مع ذلك، يمكن أن تستفيد دله من عيادات العارض الحالية، حيث يمكنها جذب المرضى وتحويل التدفق إلى المرفق الجديد. نتيجة لحملة التوسع الجارية، نتوقع انخفاض هامش إجمالي الربح خلال العام ٢٠٢٥ بنحو ٩٠ نقطة أساس إلى ٣٥,٧٪ وذلك مع استمرار تشغيل مستشفى الخبر وإجراء تحسينات في مستشفى الأحساء - قبل أن يتحسن في العام ٢٠٢٦ عن العام السابق بمقدار ١٠٠ نقطة أساس إلى ٣٦,٧٪. نتوقع انخفاض هامش إجمالي الربح بحلول ٢٠٢٧ عن العام السابق بمقدار ٩٠ نقطة أساس إلى ٣٥,٨٪ بسبب السنة الأولى من تشغيل مستشفى العارض قبل التحسن التدريجي المتوقع بعد ذلك. قمنا بتخفيض توقعاتنا لهامش إجمالي الربح للعام ٢٠٢٨ بنحو ٩٠ نقطة أساس إلى ٣٦,٢٪ من ٣٧,١٪، مما يعكس المنافسة على المرضى وارتفاع تكاليف التوظيف في ظل زيادة منافسة شركات الرعاية الصحية على استقطاب المواهب.

توقعات بارتفاع النفقات الرأسمالية بمقدار ١,٦ مليار ريال سعودي خلال الفترة ٢٠٢٧-٢٠٢٥ نتيجة متطلبات توسعة مستشفى العارض وبعض تكاليف مبادرات التحول الرقمي وإعادة هيكلة مستشفيات الأحساء والخبر: تُقدر تكلفة توسعة مستشفى العارض بنحو ٨٤٠ مليون ريال سعودي (تشمل نحو ٦٩٠ مليون ريال سعودي لأعمال البناء والتشطيب، و ١٥٠ مليون ريال سعودي أخرى للمعدات والأثاث)، وقد تم إنفاق نحو ١٤٠ مليون ريال سعودي في الربع الأول ٢٠٢٥. يتطلب مستشفى الخبر نحو ١٢٠ مليون ريال سعودي لإعادة التأثيث والتشطيب وشراء معدات جديدة، بالإضافة إلى إعادة هيكلة المستشفى لزيادة عدد الأسرة خلال السنوات القادمة؛ حيث يبلغ عدد الأسرة حاليا ١٥٠ سرير من إجمالي الطاقة الاستيعابية المحتملة. توقعت الإدارة زيادة حاجة مستشفى الأحساء إلى النفقات الرأسمالية (حوالي ٦٠ مليون ريال سعودي) عما كان متوقفاً في البداية مما يظهر بعض إمكانات الكفاءة لديها. نتيجة لهذه النفقات الرأسمالية ومتطلبات التمويل، نتوقع انخفاض مُعدل الدين إلى حقوق الملكية تدريجياً من ٠,٧ مرة حالياً إلى ٠,٥ مرة بحلول ٢٠٢٧، مع اقتراب تنفيذ توسعة مستشفى العارض، قبل أن يتراجع بشكل أسرع لاحقاً. نتوقع أن تحافظ دله على مُعدل توزيع أرباح عند نحو ٤٠٪ حتى العام ٢٠٢٧ قبل أن تتاح لها مساحة أكبر لزيادة التوزيعات.

النظرة الاستثمارية والتقييم: تتميز دله بعلامة تجارية مرموقة ومرافق قائمة منذ فترة طويلة في المنطقة الوسطى، مما جعلها شركة رائدة في قطاع الرعاية الصحية. تمتلك التوسعة الأخيرة في المنطقة الشرقية فرصاً سريعة لتحسين وإعادة هيكلة المرافق المُستحوذ عليها، حيث يمكنها الاستفادة من علامتها التجارية وعلاقاتها مع العملاء وكفاءاتها التشغيلية لتحقيق أهداف تحسين الأداء. مع ذلك، بدأت المجموعة كالشركات المشابهة، في زيادة البوارد الأولية للمنافسة الشديدة نتيجة افتتاح مرافق جديدة في مناطقها، مع توقع افتتاح مرافق في مختلف أرجاء المملكة. يشهد القطاع ارتفاع كبير في تكاليف التوظيف، إلى جانب المنافسة على القدرة المحدودة لاستقطاب المرضى، ونتوقع زيادة هذا التأثير مع استمرار التوسعات المستقبلية المتعاقد عليها. قمنا بتخفيض توقعاتنا للمنو السنوي المركب للإيرادات وصافي الربح خلال الفترة ٢٠٢٤-٢٠٢٨ إلى معدل سنوي مركب ١٣,١٪ و ١٣,٨٪، مما يعكس المنافسة على مستوى القطاع. من المتوقع نمو الإيرادات لعام ٢٠٢٥ بنسبة ٢٧,٨٪ إلى ٤,١ مليار ريال سعودي وارتفاع صافي الربح بنسبة ١٨,٨٪ إلى ٥٦٠ مليون ريال سعودي (نمو بنحو ٧,٩٪، بعد استثناء الأرباح الغير متكررة). قمنا بتقييم السهم بوزن نسبي ٥٠٪ للتقييم على أساس مكرر ربحية بمقدار ٢٧ مرة بخصم متوقع لصافي ربح العام ٢٠٢٦، ووزن ترجيحي ٥٠٪ على أساس منهجية خصم التدفقات النقدية (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال عند ٧,٩٪ والنمو المستدام عند ٢,٥٪)، لتتوصل بذلك إلى تخفيض السعر المستهدف إلى ١٤٧,٠ ريال سعودي للسهم، والتوصية على أساس "محايد"، حيث يتداول السهم حالياً عند مكرر ربحية معدل متوقع للعام ٢٠٢٥ عند ٢٩,٦ مرة.

ملخص التقييم (ريال سعودي للسهم)

السعر المستهدف	الوزن	السعر المستهدف المرجح
مكرر الربحية (٢٧ مرة للأرباح المخصومة للعام ٢٠٢٦)	٥٠٪	١٥٤,٤
التدفقات النقدية المخصومة	٥٠٪	١٣٩,٧
السعر المستهدف (ريال سعودي للسهم)		١٤٧,٠
التغير		١,٠-٪

المصدر: دائرة الأبحاث في الجزيرة كابيتال، الاسعار كما في ٢٨ سبتمبر ٢٠٢٥

مخاطر انخفاض التقييم:

- زيادة الضغوط التنافسية على المرافق القديمة، إلى جانب تباطؤ وتيرة التشغيل في مستشفيات الخبر والأحساء والعارض.
- ارتفاع النفقات الرأسمالية لإعادة تطوير مستشفيات الأحساء والخبر.
- ارتفاع تكاليف الاحتفاظ بالمواهب وجذبها عن المتوقع

فرص ارتفاع التقييم:

- تحول أسرع من المتوقع وزيادة وتيرة تشغيل مستشفى الخبر
- استعادة القدرة على استقطاب المرضى وتحقيق الاستقرار في مستشفى المملكة

المصدر: دائرة الأبحاث في الجزيرة كابيتال

البيانات المالية الرئيسية

٢٠٢٠ متوقع	٢٠٢٩ متوقع	٢٠٢٨ متوقع	٢٠٢٧ متوقع	٢٠٢٦ متوقع	٢٠٢٥ متوقع	٢٠٢٤	٢٠٢٣	المبلغ بالملليون ريال السعودي؛ ما لم يحدد غير ذلك
قائمة الدخل								
٥,٦٧٢	٥,٤٦٦	٥,٢٤٢	٤,٩٤٨	٤,٥٦٦	٤,٠٩٨	٣,٢٠٦	٢,٩٤٣	الإيرادات
٪٢,٨	٪٥,٣	٪٥,٩	٪٨,٤	٪١١,٤	٪٢٧,٨	٪٨,٩	٪١٨,٣	النمو السنوي
(٣,٥٦٣,٠)	(٣,٤٥٥,٣)	(٣,٣٤٣,٠)	(٣,١٧٨,٨)	(٢,٨٨٧,٨)	(٢,٦٣٣,٨)	(١,٩٩٨,٩)	(١,٨٦٤,٢)	التكلفة
٣,١٠٩,٤	٣,٠١٠,٧	١,٨٩٨,٦	١,٧٦٨,٩	١,٦٧٧,٧	١,٤٦٤,٥	١,٢٠٦,٨	١,٠٧٨,٧	إجمالي الربح
٪٣٧,٢	٪٣٦,٨	٪٣٦,٣	٪٣٥,٨	٪٣٦,٧	٪٣٥,٧	٪٣٧,٦	٪٣٦,٧	هامش إجمالي الربح
(١٣٧,٢)	(١٣٤,٤)	(١٣١,٢)	(١٢٢,٠)	(١١٠,٢)	(١٠٥,٤)	(٦٨,٦)	(٥٩,٨)	مصاريف البيع والتوزيع
(٨٣٣,٨)	(٨١٨,٧)	(٧٩١,٣)	(٧٦٨,٧)	(٧٢٩,٧)	(٦٩٣,٦)	(٥٦٢,٤)	(٥١٧,١)	المصاريف العمومية والإدارية
(٧٧,٢)	(٧١,٣)	(٦٥,٦)	(٦٠,١)	(٥٤,٨)	(٤٩,٧)	(٣٣,٨)	(٣٠,٢)	مخصص خسائر الائتمان المتوقع
٤٢,٥	٤١,٠	٤١,٩	٣٩,٦	٣٦,٥	٨٤,١	٢٥,١	٢٤,٧	مصادر الدخل الأخرى
١,١٠٣,٨	١,٠٢٧,٢	٩٥٢,٤	٨٥٧,٧	٨١٩,٥	٦٩٩,٨	٥٦٧,١	٥٠٦,٣	الربح التشغيلي
٪٧,٥	٪٧,٩	٪١١,٠	٪٤,٧	٪١٧,١	٪٢٣,٤	٪١٢,٠	٪٢٩,٠	النمو السنوي
٪١٩,٥	٪١٨,٨	٪١٨,٣	٪١٧,٣	٪١٧,٩	٪١٧,١	٪١٧,٧	٪١٧,٢	هامش الربح التشغيلي
(٨٦,٦)	(١١٤,٩)	(١٣٩,١)	(١٦٧,٢)	(١٧٨,٧)	(١٦٢,٨)	(١٠٦,٧)	(١٠٤,١)	رسوم التمويل
٤٦,٧	٤٤,٨	٤٢,٨	٤١,٠	٤٥,٥	٤٣,٣	٤٣,٠	(١,٩)	حصة الأرباح من الشركات الزميلة
١,٠٦٣,٨	٩٥٧,١	٨٥٦,١	٧٣١,٥	٦٨٦,٢	٥٨٠,٤	٥٠٣,٤	٤٠٠,٣	صافي الربح قبل الزكاة
(٤٠,٤)	(٣٦,٤)	(٣٢,٥)	(٢٦,٥)	(٢٦,١)	(١٠,٠)	(١٨,٢)	(١٤,٩)	الزكاة
(٢٧,٥)	(٢٦,٨)	(٢٢,٤)	(٢٤,٩)	(١٧,٠)	(١٠,٧)	(١٤,٠)	(٢٥,٣)	أقلية غير مسيطرة
٩٨٥,٩	٨٨٤,٠	٧٩١,٢	٦٨٠,١	٦٤٣,١	٥٥٩,٦	٤٧١,٢	٣٦٠,١	صافي الربح
٪١١,٥	٪١١,٧	٪١٦,٣	٪٥,٧	٪١٤,٩	٪١٨,٨	٪٣٠,٨	٪٣١,٢	النمو السنوي
٩,٧١	٨,٧٠	٧,٧٠	٦,٧٠	٦,٣٣	٥,٥١	٤,٦٤	٣,٥٥	ربح السهم
٥,٥٠	٥,٠٠	٤,٠٠	٣,٠٠	٢,٥٠	٢,٠٠	٢,٠٠	٢,٠٠	التوزيعات للسهم
قائمة المركز المالي								
الأصول								
٢٠٣	١٥٤	١٧٤	٢١٨	١٩٤	١٣٠	١٦٦	٢٢٥	النقد وما في حكمه
١,١٢٣	١,٠٩٠	١,٠٥٢	١,٠٠٠	٩٤٨	٨٧٩	٧٧٥	٧٢١	ذمم مدينة
٧٢١	٧٠٤	٦٨٥	٦٥٦	٦٠٣	٥٥٧	٥٦٣	٣٨٨	أصول أخرى متداولة
٥,٢٣٥	٥,٣٨٢	٥,٣١٨	٥,٣٤٩	٥,٢٢٢	٤,٨١٧	٣,١٧٣	٣,٠٤٠	الممتلكات والآلات والمعدات
٢,٧٦٢	٢,٧٦٥	٢,٧٦٥	٢,٧٦٠	٢,٧٥٢	٢,٧٢٦	١,٩٣٧	١,٨٥٨	أصول غير متداولة أخرى
١٠,٠٤٤	٩,٩٩٥	٩,٩٩٤	٩,٩٨٣	٩,٧١٩	٩,١١٩	٦,٦١٥	٦,٢٤٣	إجمالي الأصول
المطلوبات وحقوق المساهمين								
٧٧٢	٧٤٠	٧٠٦	٦٦٣	٥٩٤	٥٢٨	٣١٨	٢٥٥	ذمم دائنة
٦٩٢	٩٥٩	١,٠٦٨	١,١٧٥	١,٢١٦	١,٢٤١	٩٨٩	٩٠٨	المطلوبات المتداولة الأخرى
١,٢٥٣	١,٤٥٣	١,٨٠٣	٢,١٥٣	٢,٣٣١	٢,١٨٨	١,١٨٨	١,٢٨٨	قروض طويلة الأجل
٥٦٢	٥٤٥	٥٢١	٥٢٣	٥١٠	٥٠٠	٣٧٢	٣١٩	إجمالي المطلوبات غير المتداولة
١,٠١٦	١,٠١٦	١,٠١٦	١,٠١٦	١,٠١٦	١,٠١٦	٩٧٧	٩٧٧	رأس المال المدفوع
١,٥٧٠	١,٥٧٠	١,٥٧٠	١,٥٧٠	١,٥٧٠	١,٥٧٠	١,١٢١	١,١٢١	احتياطي نظامي
(٣)	(٣)	(٣)	(٣)	(٣)	(٣)	(٣)	(٢)	تسويات للقيمة العادلة
٣,٧٤٤	٣,٣١٦	٢,٩٤٠	٢,٥٥٥	٢,١٨٠	١,٧٩١	١,٤٣٤	١,١٠٨	أرباح مبقاة
-	-	-	-	-	-	(٦٠)	-	أسهم الخزينة
٤٣٨	٤٠٠	٣٦٤	٣٣١	٣٠٦	٢٨٩	٢٧٨	٢٦٩	أقلية غير مسيطرة
٦,٧٦٤	٦,٣٩٩	٥,٨٨٦	٥,٤٦٩	٥,٠٦٨	٤,٦٦٢	٣,٧٤٧	٣,٤٧٣	إجمالي حقوق المساهمين
١٠,٠٤٤	٩,٩٩٥	٩,٩٩٤	٩,٩٨٣	٩,٧١٩	٩,١١٩	٦,٦١٥	٦,٢٤٣	إجمالي حقوق المساهمين والمطلوبات
قائمة التدفقات النقدية								
١,٣٤٣	١,٢٢٩	١,١٢٠	٩٨٧	٩١٤	٩٣٥	٦٧٨	٦٢٦	نشاط التشغيل
(١,٠٣٨)	(٩٨٧)	(٩٠٠)	(٥٧٦)	(١٨٩)	١,٥٧١	(٣٩٠)	(٣٣٥)	نشاط التمويل
٥٠	(٢١)	(٤٤)	٢٤	٦٤	(٣٦)	(٦٩)	(٣)	التغير في النقد
(٢٣٨)	(٢٤٦)	(٢٤٦)	(٣٧١)	(٦٤٠)	(٦٤٠)	(٤٤٢)	(٣٥٧)	التغيرات الرأس مالية
٢٠٣	١٥٤	١٧٤	٢١٨	١٩٤	١٣٠	١٦٦	٢٢٥	النقد في نهاية الفترة
أهم النسب المالية								
نسب السيولة								
١,١	١,١	١,٠	١,٠	٠,٩	١,٢	١,٢	١,٥	النسبة الحالية (مرة)
١,١	٠,٩	٠,٩	٠,٨	٠,٨	٠,٧	١,٠	١,٠	النسبة السريعة (مرة)
نسب الربحية								
٪٣٧,٢	٪٣٦,٨	٪٣٦,٢	٪٣٥,٨	٪٣٦,٧	٪٣٥,٧	٪٣٧,٦	٪٣٦,٧	هامش إجمالي الربح
٪١٩,٥	٪١٨,٨	٪١٨,٢	٪١٧,٣	٪١٧,٩	٪١٧,١	٪١٧,٧	٪١٧,٢	الهامش التشغيلي
٪٢٤,٩	٪٢٤,٢	٪٢٣,٧	٪٢٢,٤	٪٢٣,٢	٪٢٢,٤	٪٢٢,١	٪٢١,٥	هامش EBITDA
٪١٧,٤	٪١٦,٢	٪١٥,١	٪١٣,٧	٪١٤,١	٪١٣,٧	٪١٤,٧	٪١٢,٢	هامش صافي الربح
٪٨,٨	٪٨,٨	٪٧,٩	٪٦,٩	٪٦,٨	٪٧,١	٪٧,٣	٪٦,٥	العائد على الأصول
٪١٦,١	٪١٥,٥	٪١٤,٨	٪١٣,٧	٪١٤,١	٪١٤,٣	٪١٤,١	٪١٣,٩	العائد على حقوق المساهمين
معدل التغطية								
٠,٢٥	٠,٣٥	٠,٤٦	٠,٥٩	٠,٧٠	٠,٧٤	٠,٥٨	٠,٦٢	معدل الديون إلى حقوق المساهمين (مرة)
نسب السوق والتقييم								
٢,٩	٣,١	٣,٣	٣,٦	٤,٠	٤,٤	٥,٣	٦,٥	مكرر قيمة المنشأة إلى المبيعات (مرة)
١١,٧	١٢,٨	١٤,١	١٦,١	١٧,٢	١٩,٩	٢٤,٢	٣٠,٤	مكرر EV/EBITDA (مرة)
٩,٧	٨,٧	٧,٨	٦,٧	٦,٣	٥,٥	٤,٦	٣,٥	ربح السهم (ريال سعودي)**
٦٢,٢٨	٥٨,٠٧	٥٤,٣٧	٥٠,٥٨	٤٦,٨٨	٤٣,٠٥	٣٥,٥١	٣٢,٧٩	القيمة الدفترية المعدلة للسهم (ريال سعودي)
١٤٨,٥٠	١٤٨,٥٠	١٤٨,٥٠	١٤٨,٥٠	١٤٨,٥٠	١٤٨,٥٠	١٥٠,٠٠	١٧١,٨٠	السعر في السوق (ريال سعودي)*
١٥,٠٨٣	١٥,٠٨٣	١٥,٠٨٣	١٥,٠٨٣	١٥,٠٨٣	١٥,٠٨٣	١٥,٢٣٦	١٧,٤٥٠	قيمة المنشأة السوقية (ملليون ريال سعودي)
٪٣,٧	٪٣,٤	٪٣,٧	٪٢,٠	٪١,٧	٪١,٣	٪١,٠	٪١,١	عائد توزيع الأرباح
١٥,٣	١٧,١	١٩,١	٢٢,٢	٢٣,٤	٢٧,٠	٣٢,٣	٤٨,٥	مكرر الربحية (مرة)
٢,٤	٢,٦	٢,٧	٢,٩	٣,٢	٣,٤	٤,٢	٥,٢	مكرر القيمة الدفترية (مرة)

المصادر: إدارة الأبحاث في الجزيرة كابيتال، تقارير الشركة،* الأسعار كما في ٢٨ سبتمبر ٢٠٢٥ ** عدد الأسهم بعد زيادة رأس المال



تعد شركة الجزيرة للأسواق المالية (الجزيرة كابيتال) الذراع الاستثماري لبنك الجزيرة، وهي شركة سعودية مساهمة مقفلة متخصصة في أعمال الأوراق المالية، وملزمة 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 الاثني عشر المقبلة.
٢. تخفيض المراكز: يعني أن السهم يتم تداوله حالياً بسعر أعلى من السعر المستهدف له لمدة ١٢ شهراً. و الأسهم المصنفة "تخفيض المراكز" يتوقع أن ينخفض سعرها بأكثر من ١٠ ٪ عن مستويات الأسعار الحالية خلال الأشهر الاثني 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 الاثني عشر المقبلة.
٤. التوقف عن التغطية (SR/RH): يعني أن التصنيف معقّل بانتظار مزيد من التحليل بسبب وجود تغيير جوهري في أداء الشركة التشغيلي/المالي، أو تغير 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 عمومًا 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 الأوراق المالية والمتغيرات الاقتصادية الجزئية والكلية 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 بتقنين 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. بعض 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. الجزيرة كابيتال أو موظفيها أو أحد أعضاء مجلس إدارتها أو أكثر من الشركات التابعة أو عملائها قد يكون لهم استثمارات في الأوراق المالية أو الأصول المشار إليها في هذا التقرير. 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 الذين التزموا باتفاقية الحفاظ على سرية المعلومات مع الجزيرة كابيتال. 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.