

## ■ فرص في سوق تجزئة موحد

في السابق، كانت تجربة المستهلك في صيدلية التجزئة مدفوعة بعادات الإنفاق للمستهلكين المحليين مع معدلات تغطية تأمينية منخفضة واستنادًا إلى تركيبة سكانية ثابتة، كان السوق يخضع إلى حد كبير لسيطرة عدد قليل من الشركات الخاصة. على أية حال، فإن الاكتتابات العامة الأولية لكل من شركة النهدي وشركة الدواء، عندما تقترن بالتغييرات التنظيمية الحكومية السابقة في قطاع الرعاية الصحية، والتي عززت المحركات الرئيسية للسوق، فإن ذلك يستلزم اهتمامًا أكبر بسوق صيدليات التجزئة من المستثمرين الأفراد والمؤسسات. مع إدراج أكبر اثنين من المشغلين في السوق الرئيسي، وشراكات الرعاية الصحية بين القطاعين العام والخاص التي ترعاها الحكومة في الأفق، بدأنا في تغطية أكبر لاعبين، النهدي (توصية شراء) والدواء (توصية حياذ).

نعتقد أن هناك ثلاثة محاور رئيسية من المرجح أن تؤدي إلى نمو قوي في قطاع الرعاية الصحية، والتي سيكون لها تأثير إيجابي على سوق بيع الأدوية بالتجزئة في المملكة العربية السعودية:

- 1. إصلاحات الرعاية الصحية،** والتي وسعت نطاق تغطية التأمين الطبي. أدى اعتماد تغطية الرعاية الصحية الإلزامية للموظفين في القطاع الخاص إلى تحسين ديناميكيات الصيدليات في المملكة بشكل كبير. كما أن الإصلاحات الإضافية التي ستتطلب في نهاية المطاف تغطية الرعاية الصحية للعاملين في القطاع العام، ستعزز أيضًا الطلب على المشغلين.
- 2. نشاط الاقتصاد الكلي،** مدفوعًا بزيادة الاستثمار الحكومي. بالنظر إلى اللوائح الخاصة بتغطية الرعاية الصحية الإلزامية، فإن أي زيادة في أعداد المستهلكين ستفيد القطاع بأكمله. تشمل الأمثلة الأخرى ذات الصلة بالحكومة خطط المملكة لزيادة عدد الحجاج والمعتمرين والمسافرين الدوليين. قرّرت المملكة هذا العام زيادة عدد الحجاج من خارج وداخل المملكة. سيكون لهذه المبادرات تأثير إيجابي على المشغلين الذين لديهم انكشاف في المنطقة الغربية من المملكة العربية السعودية. علاوة على ذلك، فإن المشاريع الحكومية العملاقة والاستثمارات الترفيهية وغيرها من المبادرات ذات الصلة برؤية 2030 ستحفز الزيادات في النشاط السكاني والاقتصادي، مما يدعم الطلب بشكل أكبر.
- 3. زيادة عدد سكان المملكة العربية السعودية،** من المواطنين وغير المواطنين، وزيادة أعداد القوة العاملة النسائية، سيؤدي ذلك إلى زيادة قاعدة المستهلكين المتاحة. من المتوقع أن تساهم النساء العاملات على وجه التحديد في الفئات غير الدوائية، بما في ذلك، على سبيل المثال لا الحصر، المنتجات التجميلية ومنتجات العناية بالأأم والطفل. هذه العناصر الغير دوائية ذات أهمية خاصة لشركة النهدي والدواء، وكلاهما يعمل على توسيع نطاق عروض منتجاتهما.

## ■ البيئة الكلية تدعم نمو القطاع

يواجه مشغلو التجزئة الصيدلانية سوقًا موحدة، مع مجموعة من المشغلين الرابحين الذين يسيطرون بالفعل على ما يقرب من 50% من السوق القابل للوصول. ومع ذلك، فإن هذه الرياح القوية للاقتصاد الكلي وبيئة الاستثمار الإيجابية التي تحركها مبادرات رؤية المملكة 2030، تخلق فرصة فريدة لقيادة القطاع. لذلك، يمكن لأفضل المشغلين زيادة مبيعاتهم من خلال توسيع وصولهم إلى المستهلكين وتحسين عدد متاجرهم الحالية. في الوقت ذاته، تظل التجارة الإلكترونية والقنوات البديلة أيضًا طريقًا محتملًا للتوسع، مما يوفر مزيدًا من المبيعات بغض النظر عن تفضيلات التسوق لدى المستهلك.

### ■ النهدي

#### التوصية

شراء

السعر المستهدف خلال 12 شهر 214

التغير %22.0

### ■ الدواء

#### التوصية

حياذ

السعر المستهدف خلال 12 شهر 112

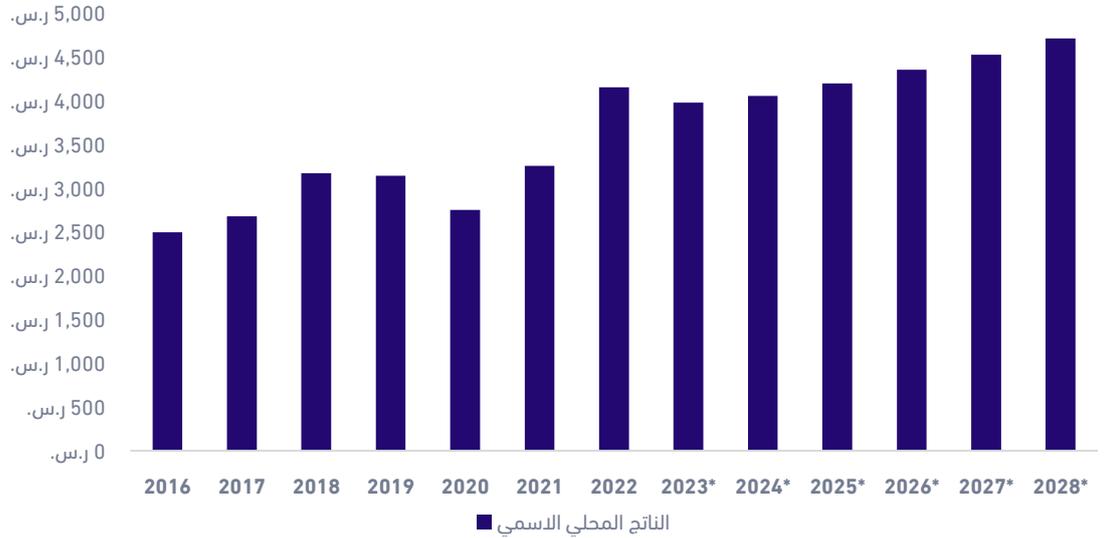
التغير %6.7

## ■ نظرة عامة على الاقتصاد الكلي

### آفاق نمو الناتج المحلي الإجمالي تدعم القطاع

تمتلك المملكة العربية السعودية أكبر اقتصاد في دول مجلس التعاون الخليجي، من حيث الناتج المحلي الإجمالي، والذي وصل إلى ما يقرب 2.7 تريليون ريال في عام 2020، ومن المتوقع أن ينمو في المستقبل، وفقاً لصندوق النقد الدولي. كما أن هذا المستوى من النمو المستدام سيلاحظ أيضاً في إجمالي عدد سكان المملكة. تستند تقديرات إجمالي الناتج المحلي والنمو السكاني الإجمالي إلى مبادرات رؤية 2030 والإصلاحات الاقتصادية والمشاريع الضخمة في جميع أنحاء المملكة العربية السعودية.

شكل 1: الناتج المحلي الإجمالي التاريخي للمملكة العربية السعودية والتوقعات 2016-2028 (مليار ريال)

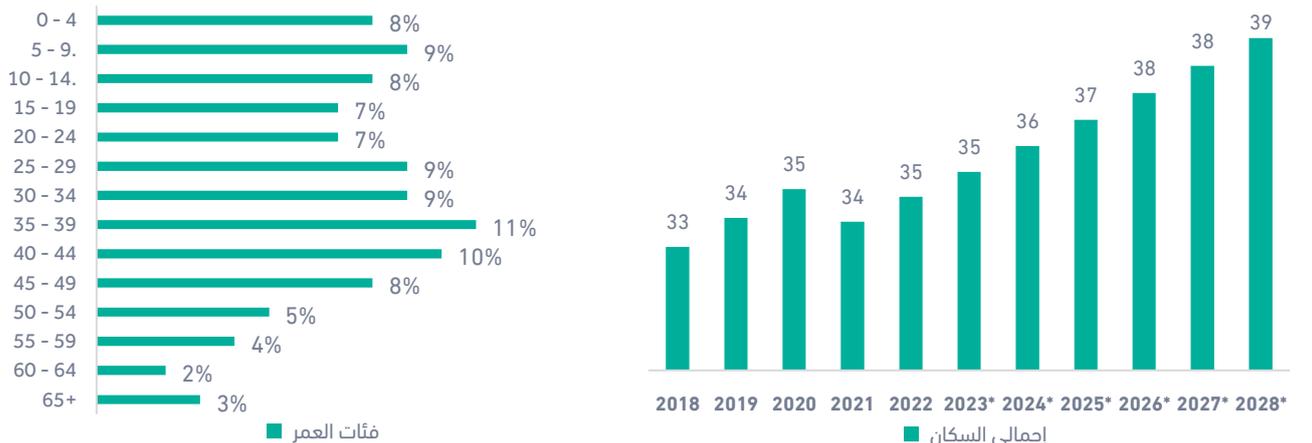


المصدر: صندوق النقد الدولي، الرياض المالية \*متوقعة

### النمو السكاني والتركيبية السكانية للأعمار

يلعب السكان دوراً حيوياً في دفع الإنفاق الاستهلاكي، ولا سيما السكان المستهلكون المؤهلون، والذين تتراوح أعمارهم بين 20 إلى 60 عامًا، وبالتالي الطلب في الأعمال التجارية المتعلقة بالبيع بالتجزئة. كونهم محرك رئيسي للقطاعات المتعلقة بالمستهلكين، فإن توزيع السكان في المملكة حسب العمر، جدير بالملاحظة بشكل خاص، حيث أن 65% من السكان يندرجون ضمن معايير عمر المستهلكين ذوي الاستهلاك العالي والتي تتراوح بين 20 و59 عامًا. نعتقد أن هذا التوزيع العمري وزيادة إجمالي السكان يجب أن يكون لهما تأثير إيجابي على قطاع الرعاية الصحية، حيث أن ارتفاع عدد السكان سيزيد من الحاجة إلى تغطية تأمين الرعاية الصحية.

شكل 2: الفئات العمرية للسكان لعام 2022 والتوقعات بعدد السكان 2018-2028 (مليون)



المصدر: الهيئة العامة للإحصاء، صندوق النقد الدولي، الرياض المالية \*متوقعة

## التنويع في الإيرادات الحكومية تعني مزيدًا من النمو في الرعاية الصحية

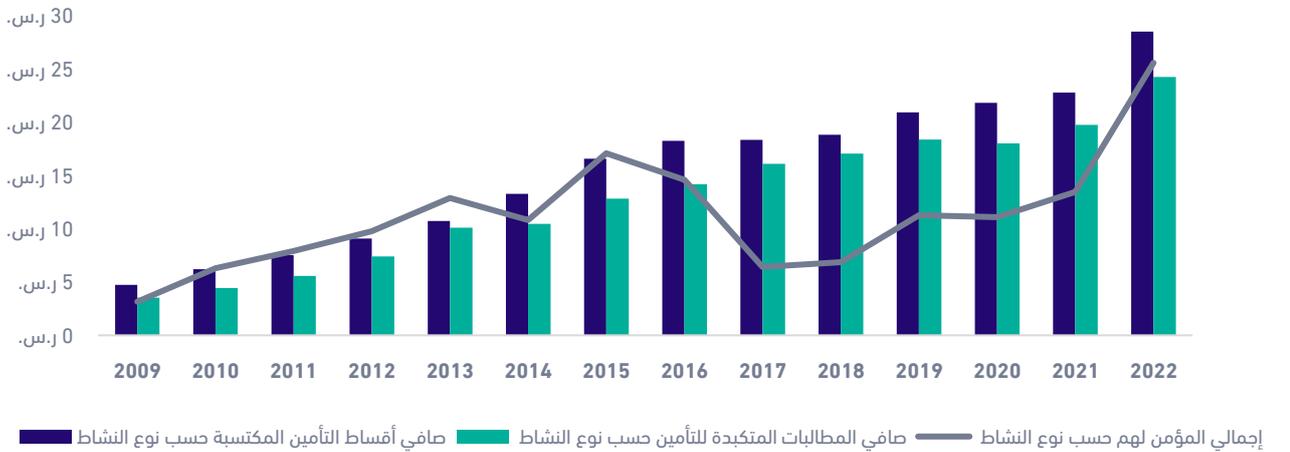
على الرغم من أن المملكة كانت تعتمد تاريخيًا على صادرات النفط لتمويل نفقاتها الحكومية واستثماراتها في البنية التحتية، إلا أن هذا يتغير. في حين نما الاقتصاد الكلي بوتيرة معتدلة من عام 2020 إلى 2022، فقد نمت الإيرادات الغير نفطية، وفقًا لوزارة المالية، من 63 مليار ريال في الربع الأول من عام 2020 إلى 88 مليار ريال في الربع الأول من عام 2021، ثم إلى 94 مليار ريال في الربع الأول من عام 2022. يعد هذا التوسع خارج قطاع النفط موضوعًا رئيسيًا في مبادرات رؤية المملكة 2030 الثورية، والتي نعتقد أن لها تأثيرًا إيجابيًا على الاقتصاد، فضلًا عن تأثيرها القوي على القطاعات الفرعية الأخرى، مما سيؤدي إلى زيادة دفع الصناعات المتعلقة بالمستهلكين في مجال الرعاية الصحية.

## ■ قطاع الرعاية الصحية

### تدفع الإصلاحات الاقتصادية في رؤية 2030 نمو قطاع الرعاية الصحية

يعد التأمين الطبي على وجه الخصوص مساهمًا قويًا في نمو قطاع الرعاية الصحية السعودي، بالنظر إلى الإصلاحات التشريعية السابقة. على وجه التحديد، في عام 2005، أصبح التأمين الصحي إلزاميًا لجميع غير السعوديين العاملين في الدولة بموجب قانون التأمين الصحي التعاوني. في عام 2008، تم توسيع هذا القانون ليشمل المواطنين السعوديين العاملين في القطاع الخاص. وهذا يعني أن النمو السكاني وتوسع الناتج المحلي الإجمالي للمملكة سيرتبطان بزيادة نفقات الرعاية الصحية، مما يوفر بيئة كلية داعمة لسوق الصيدليات المجاور والمتنامي.

شكل 3: نفقات التأمين المتكبدة حسب نوع النشاط (الصحة) 2009-2022 (مليار ريال)



المصدر: ساما، الرياض المالية

وفقًا للبنك المركزي السعودي، نمت نفقات مطالبات التأمين المتكبدة ضمن الأعمال المتعلقة بالصحة بشكل ثابت وكبير، منذ عام 2009. كما نما صافي المطالبات على وجه التحديد من 3.5 مليار ريال في عام 2009 إلى 24.2 مليار ريال في عام 2022، وهو ما يمثل معدل نمو سنوي مركب 15.9%. في الواقع، شهد هذا الإنفاق المعين أيضًا نموًا مطردًا بنسبة 22.7% من عام 2021. هذه الإصلاحات الهيكلية في العشرين عامًا الماضية تدعم العوامل الكلية والديموغرافية الأخرى التي ستدفع النمو المتوقع للسوق.

### وصول إصلاحات التأمين إلى القطاع العام

وفقًا لكل من وزارة التجارة والمالية والسياحة والاقتصاد والتخطيط، سيتم توسيع التأمين الطبي، بعد أن تم فرضه مسبقًا لموظفي القطاع الخاص، من المواطنين وغير المواطنين، ليشمل موظفي القطاع العام أيضًا.

## قطاع الرعاية الصحية مستهدف للخصخصة

أنشأت المملكة العربية السعودية المركز الوطني للتخصيص لرصد وتعزيز المشاركة في السوق الخاص، على وجه التحديد على أمل تعزيز الشراكات بين القطاعين العام والخاص. تستهدف هذه المبادرة العديد من القطاعات، بما في ذلك الرعاية الصحية والصناعات المجاورة لها. يهدف البرنامج إلى زيادة مشاركة مشغلي القطاع الخاص من 40% في عام 2016 إلى 65% بحلول عام 2030. وتشمل الإصلاحات، على سبيل المثال لا الحصر: قدرة المستثمرين الأجانب على تملك ما نسبته 100% من مشغلي الرعاية الصحية وهدف المركز لرفع مشاركة القطاع العام والخاص من 25% إلى 35% في قطاعات معينة. هذه الإصلاحات التشغيلية المحددة تبشر أيضًا لسوق البيع بالتجزئة للصيدليات المجاور، والذي سيتأثر بشكل مباشر بهذه التغييرات. يتأثر سوق بيع الأدوية بالتجزئة بشكل مباشر بالتغييرات التي تطرأ على قطاع الرعاية الصحية الأوسع في المملكة العربية السعودية. لهذا السبب، حدّدنا الدوافع الرئيسية التي نعتقد أنه سيكون لها تأثير كبير على أسواق التجزئة الصيدلانية والفئات الفرعية غير الصيدلانية.

## ■ سوق صيدليات التجزئة

### من المتوقع نمو كبير مدعومًا بالرياح المواتية

يتأثر سوق بيع الأدوية بالتجزئة في المملكة العربية السعودية بشكل مباشر بديناميكيات السوق المذكورة سابقًا، مثل النمو الاقتصادي القوي (الناتج المحلي الإجمالي)، والسكان، والتوزيع العمري، وإصلاحات التأمين الطبي في قطاع الرعاية الصحية، والتي تُترجم إلى تغطية تأمين طبي أكبر وبالتالي زيادة توريد المستهلكين. وفقًا ليورومونيتور، من المتوقع أن ينمو سوق تجزئة المنتجات الصيدلانية من 29.2 مليار ريال في عام 2020 إلى 37.6 مليار ريال في عام 2026، تمثّل معدل نمو سنوي مركب قدره 4.3%.

شكل 4: قطاع التجزئة الصيدلانية في المملكة العربية السعودية 2016-2026 (مليار ريال)



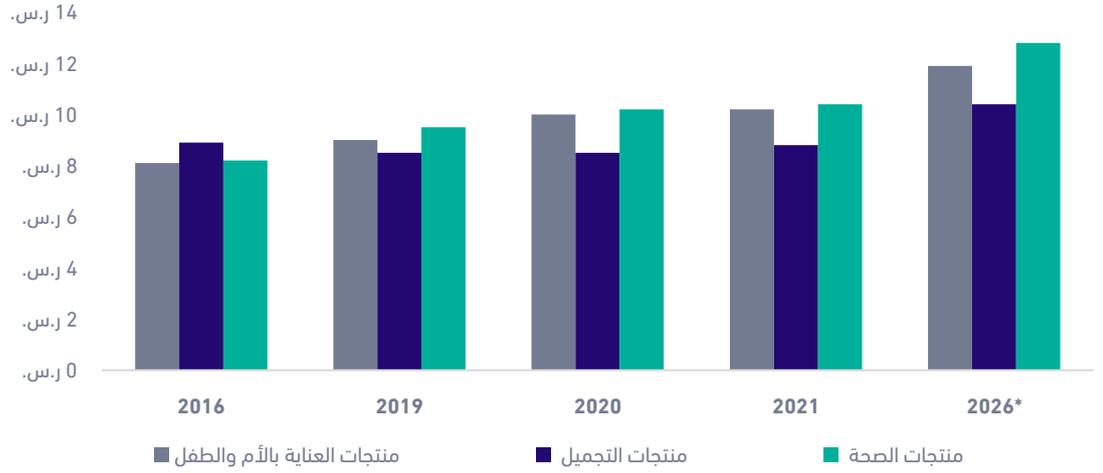
المصدر: يورومونيتور، الرياض المالية \*متوقعة

نعتقد أن هناك أدلة تشير إلى أن مشغلي صيدليات التجزئة سيشهدون نموًا يتماشى مع هذه التقديرات؛ بالنظر إلى إصلاحات الرعاية الصحية (التأمين الصحي الإلزامي) وتقديرات النمو السكاني والأرقام القوية لنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، مما يدعوا ذلك إلى أن يعتبر سوق التجزئة الصيدلانية يشهد قصة نمو مطرد، مع وجود أدلة حقيقية تشير إلى أنه سيكون قوي الأداء بشكل عام في المستقبل المنظور.

## توفّر فئات المنتجات الغير دوائية فرصًا

يعمل مشغلو الصيدليات على تحويل تركيزهم على تدفقات الإيرادات بعيدًا عن الأدوية التقليدية من أجل تعزيز الأداء. وتشمل هذه على سبيل المثال لا الحصر، منتجات الأم والطفل والجمال ومنتجات الصحة العامة.

شكل 5: توقعات قطاع الصيدليات في المملكة العربية السعودية للفئات الفرعية 2016-2026 (مليار ريال)



المصدر: يورومونيتور، الرياض المالية\* متوقعة

وبالتالي، هناك إمكانية كبيرة لتجار التجزئة في الصيدليات للاستفادة من قطاعات فرعية غير مستكشفة في السوق مثل هذه، للاستفادة بشكل أكبر من الرياح المواتية الديمغرافية، لا سيما في حالة الزيادة التي تشهدها القوى العاملة النسائية. وفقًا ليورومونيتور، يتكون السوق من العديد من المشغلين، حيث يتحكم أكبر بائعي تجزئة في أكثر من نصف السوق. نعتقد أن تركيز الحكومة على العمالة ذوي المهارات العالية والاستثمار المستدام في البنية التحتية وأسعار النفط الحالية، بالإضافة إلى التعاون بين المشغلين والهيئات الحكومية من خلال مبادرات الخصخصة، سيخلق بيئة سيحصد فيها أفضل بائعي التجزئة على غالبية الفوائد.

شكل 6: توقعات الحصة السوقية للمملكة العربية السعودية لكل مشغل 2022



المصدر: يورومونيتور، الرياض المالية

## شركة النهدي الطبية

### قائد القطاع المتنامي

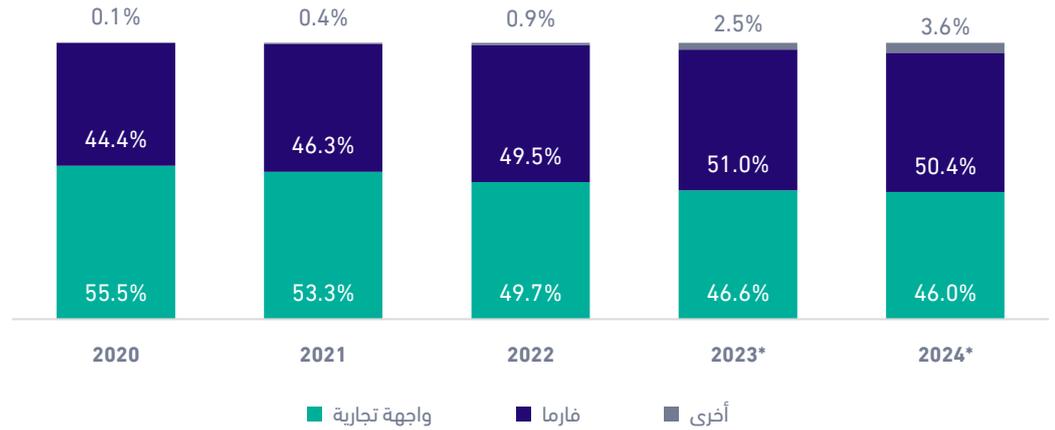
#### المنتجات غير الدوائية، مركز مالي خالي من الديون

يعتمد تقييمنا البالغ 27.8 مليار ريال (213.9 ريال للسهم) على التدفقات النقدية المخصومة والتوقعات المتحفظة. من المحتمل أن يكون نمو النهدي مدفوعًا بارتفاع الطلب على منتجاتها ذات العلامات التجارية الخاصة نتيجة للانتقال المستمر إلى نظام رعاية صحية أكثر خصصة، بالإضافة إلى عوامل مساعدة كلية وديموغرافية أخرى. وتشمل هذه، على سبيل المثال لا الحصر: زيادة التسوق غير الدوائي من قبل المستهلكين وتوسع قاعدة المستهلكين في جميع أنحاء المملكة. نلاحظ أيضًا أن المركز المالي للشركة خالي من الديون مما يوفر مزيدًا من المرونة للاستفادة من تمويل الديون في المستقبل من أجل التوسع.

#### حققت المبادرات نموًا

في عام 2017، قامت شركة النهدي بتحديث استراتيجيتها لتتماشى بشكل أفضل مع رؤية المملكة 2030 لقطاع الرعاية الصحية، بما في ذلك إطلاق (دقات الأمل)، وهي مبادرة شركة النهدي للمسؤولية الاجتماعية المستدامة. في عام 2018، أطلقت النهدي استراتيجيتها للتجارة الإلكترونية متعددة القنوات وبدأت شراكة مجتمعية من خلال الدخول في اتفاقية مع وزارة الصحة. في عام 2019، وسعت النهدي عملياتها خارج المملكة العربية السعودية من خلال افتتاح صيدلية في الإمارات العربية المتحدة، أول عيادة سريعة للرعاية الطبية غير العاجلة في عام 2020، وانتهاءً ببناء أكبر مركز توزيع لوجستي ذكي تابع للشركة في جدة في نهاية عام 2021.

شكل 7: توزيع الإيرادات 2020-2024 (%)

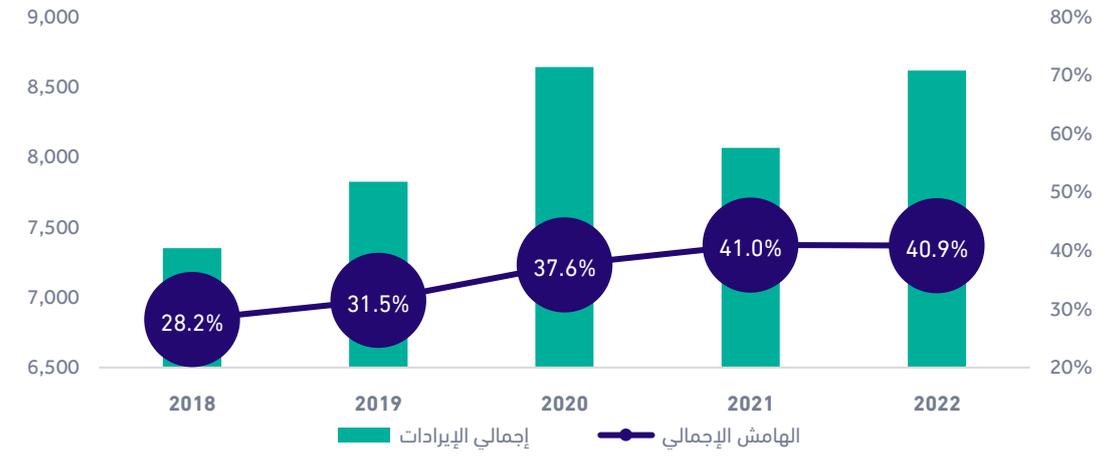


المصدر: بيانات الشركة، الرياض المالية \*متوقعة

#### يتم إنشاء قيمة كبيرة من خلال العلامات الخاصة

استثمرت النهدي بنشاط في تطوير قطاع أعمال ذي علامة تجارية خاصة أقوى، وتنويع مصادر إيراداتها بعيدًا عن المنتجات الدوائية فقط. اعتبارًا من الربع الأول من عام 2021، تمتلك الصيدليات المكملات الغذائية ومنتجات الرعاية الصحية المنزلية والعناية بالبشرة والعناية بالشعر والمنتجات المتعلقة بالأم والطفل. نعتقد أنه من المرجح أن يستفيد مساهمو شركة النهدي من إطلاق القيمة من خلال التركيز المستمر على توسع محفظة المنتجات والعلامة التجارية لشركة النهدي في محاولة للاستحواذ على المزيد من فئات المنتجات غير الدوائية المذكورة سابقًا.

شكل 8: إجمالي الإيرادات والهامش الإجمالي تاريخيًا (مليون ريال)



المصدر: بيانات الشركة، الرياض المالية \*متوقعة

### تطور الربحية

انخفض الهامش الإجمالي بنسبة 0.1% على أساس سنوي في عام 2022، نتيجة لارتفاع الإيرادات البالغة 8.6 مليار ريال، مقارنة بـ 8.0 مليار ريال في عام 2021. ونلاحظ أيضًا أن الهوامش الإجمالية ارتفعت من 28.2% في عام 2018 إلى 40.9% في عام 2022، مما يجعل هذا أقل مما يقال عنه مصدر للقلق في رأينا. بالنظر إلى النتائج المالية الأخيرة للشركة في الربع الأول من عام 2023، نتوقع أن يرتفع إجمالي الدخل بوتيرة ثابتة، ليصل إلى 3.9 مليار ريال في عام 2025 ثم يرتفع تدريجيًا ليصل إلى ما يقرب من 4.7 مليار ريال في عام 2028 بسبب رواج السوق الموازية والتوسع الإضافي في أعمال وضع العلامات الخاصة.

### النتائج الربحية الأخيرة تسلط الضوء على تحسّن الأداء

يشير أداء الشركة في الربع الأول من عام 2023 إلى أن الاتجاه السابق لزيادة الربحية من المرجح أن يستمر. عزت الإدارة نتائج الربع الأول من عام 2023 إلى ارتفاع إجمالي الإيرادات على أساس سنوي بنسبة 1.2%، والتي كانت مدفوعة بالنمو المستمر في قطاعي تجارة التجزئة والرعاية الصحية. ارتفع إجمالي الدخل بنسبة 4.1% على أساس سنوي في الربع الأول من عام 2023 ليصل إلى 886.9 مليون ريال، مدفوعًا بارتفاع إجمالي الإيرادات، ونمو مبيعات العلامات التجارية الخاصة، ومزيج المنتجات المثالي. وهذا يُترجم أيضًا إلى توسّع متتالي في إجمالي الهوامش، من 38.9% في الربع الرابع من عام 2022 إلى 42.1% في الربع الأول من عام 2023. بالإضافة إلى ارتفاع إجمالي الدخل على الأساس الربيعي نتيجةً للتغير في مزيج المبيعات، فقد كان لهذا أيضًا تأثير إيجابي على صافي الدخل للشركة، والذي نما أيضًا من 127.9 مليون ريال في الربع الرابع من عام 2022 إلى 244 مليون ريال في الربع الأول من عام 2023، بارتفاع يزيد عما نسبته 90%. ما نراه هو أنه مع استمرار تركيز الإدارة في التوسع في تحسين مزيج المنتجات، فإن الاستثمارات السابقة في وضع العلامات الخاصة، وكفاءة التشغيل ستؤمن هذا الاتجاه للمضي قدمًا.

شكل 9: قائمة الدخل الربحية

(مليون ريال)	الربع الأول 2022	الربع الثاني 2022	الربع الثالث 2022	الربع الرابع 2022	الربع الأول 2023
الواجهة التجارية	1,018	1,138	1,115	1,008	989
فارما	1,045	1,086	1,027	1,106	1,082
أخرى	17	16	18	24	35
<b>إجمالي الإيرادات</b>	<b>2,079</b>	<b>2,239</b>	<b>2,159</b>	<b>2,138</b>	<b>2,105</b>
تكلفة الإيرادات	(1,228)	(1,313)	(1,248)	(1,306)	(1,218)
<b>الهامش الإجمالي</b>	<b>852</b>	<b>926</b>	<b>911</b>	<b>832</b>	<b>887</b>
إجمالي المصاريف	(587)	(620)	(633)	(678)	(624)
<b>الدخل التشغيلي</b>	<b>264</b>	<b>306</b>	<b>279</b>	<b>154</b>	<b>263</b>
مصاريف وإيرادات أخرى	(17)	(19)	(14)	(15)	(1)
<b>الدخل قبل الزكاة</b>	<b>247</b>	<b>287</b>	<b>265</b>	<b>139</b>	<b>262</b>
الهامش الإجمالي	41.0%	41.4%	42.2%	38.9%	42.1%
هامش الدخل قبل الفوائد والضرائب	12.7%	13.7%	12.9%	7.2%	12.5%

المصدر: بيانات الشركة، الرياض المالية

## المبيعات المتوقعة

أدى الاقتصاد المتنامي، بالإضافة إلى السوق الذي تحركه الاتجاهات الديموغرافية القوية، إلى خلق (عاصفة مثالية) لشركة النهدي بصفقتها المشغل الرائد لبيع الأدوية بالتجزئة في المملكة العربية السعودية. وفقًا لـ يورومونيتر، تسيطر النهدي على أكثر من ثلث السوق القابل للوصول للصيدليات بالتجزئة، والتي نعتقد أنها فقط مزيدًا من الدعم لسلسلة نمو الشركة. بلغ متوسط مبيعات النهدي في السنوات الثلاث الماضية 8.4 مليار ريال. نتوقع أن يرتفع إجمالي الإيرادات بشكل طفيف في عام 2023 ليصل إلى 8.8 مليار ريال، قبل أن يبدأ في الارتفاع بوتيرة أسرع من 2024 إلى 9.3 مليار ريال ويصل في النهاية إلى إجمالي إيرادات يبلغ 10.5 مليار ريال بحلول عام 2028.

### شكل 10: التوقعات

2028*	2027*	2026*	2025*	2024*	2023*	
						<b>قائمة الدخل (مليون ريال)</b>
10,591	10,333	10,065	9,711	9,366	8,857	إجمالي الإيرادات
4,660	4,443	4,227	3,992	3,850	3,663	الدخل الإجمالي
1,582	1,440	1,302	1,170	1,055	1,024	الدخل قبل الفوائد والضرائب
1,467	1,332	1,201	1,076	967	947	صافي الدخل
						<b>النسب الرئيسية (%)</b>
44.0%	43.0%	42.0%	41.1%	41.1%	41.4%	هامش الإجمالي
14.9%	13.9%	12.9%	12.1%	11.3%	11.6%	هامش الدخل قبل الفوائد والضرائب
13.8%	12.9%	11.9%	11.1%	10.3%	10.7%	هامش الصافي

المصدر: بيانات الشركة، الرياض المالية \*متوقعة

## موقع المركز المالي هو المفتاح

إن الاقتصاد المتنامي، كما أشرنا سابقًا، بالإضافة إلى السوق المرتبط بالاتجاهات الديموغرافية القوية، قد خلق (عاصفة مثالية) لشركة النهدي بصفقتها المشغل الرائد لبيع الأدوية بالتجزئة في المملكة العربية السعودية. تسيطر النهدي على أكثر من ثلث حصة سوق بيع التجزئة الصيدلانية، وهذا لا يعني أن وضع الشركة ليس محل قلق، ولكن مع ميزانيتها العمومية الخالية من الديون اعتبارًا من الربع الأول من عام 2023، تتمتع النهدي بمكانة قوية للاستثمار في المزيد من النمو والمحافظة على موقعها في المركز الأول، سواء من خلال توليد النقد أو الرافعة المالية. نعتقد أن هذا، بالإضافة إلى هامش الربح القوية للغاية، يبشر المستثمرين الذين يبحثون عن شركة رائدة في السوق في سوق موحدة مع مجال للنمو وتوسيع عملياتها بدون قيود تكاليف التمويل التي تحمل فائدة، لم تكن الشركة مثقلة بارتفاع أسعار سايبر في عام 2022. حيث أن هذا النقص في الديون في الميزانية العمومية يفتح أيضًا الفرصة لمبادرات تمويل الديون الاستراتيجية لدفع التوسع الهائل في حالة رؤية الإدارة للفرص في المدى القريب، مثل الاستواذ على المنافسين، أو التوسع في القطاع، أو زيادة النفقات الرأسمالية في عام 2023.

### شكل 11: نسب السيولة السنوية

2028*	2027*	2026*	2025*	2024*	2023*	2022	2021	2020	
									<b>نسب السيولة</b>
4.8x	3.8x	3.0x	2.6x	2.2x	1.9x	1.7x	1.4x	1.7x	معدل التداول
4.0x	3.0x	2.3x	1.8x	1.4x	1.1x	0.9x	0.5x	0.9x	معدل التداول السريع
3.8x	2.8x	2.1x	1.6x	1.2x	0.9x	0.7x	0.3x	0.7x	النسبة النقدية
<b>4.2x</b>	<b>3.2x</b>	<b>2.5x</b>	<b>2.0x</b>	<b>1.6x</b>	<b>1.3x</b>	<b>1.1x</b>	<b>0.7x</b>	<b>1.1x</b>	<b>المتوسط</b>

المصدر: بيانات الشركة، الرياض المالية \*متوقعة

### شكل 12: نسب السيولة الربعية

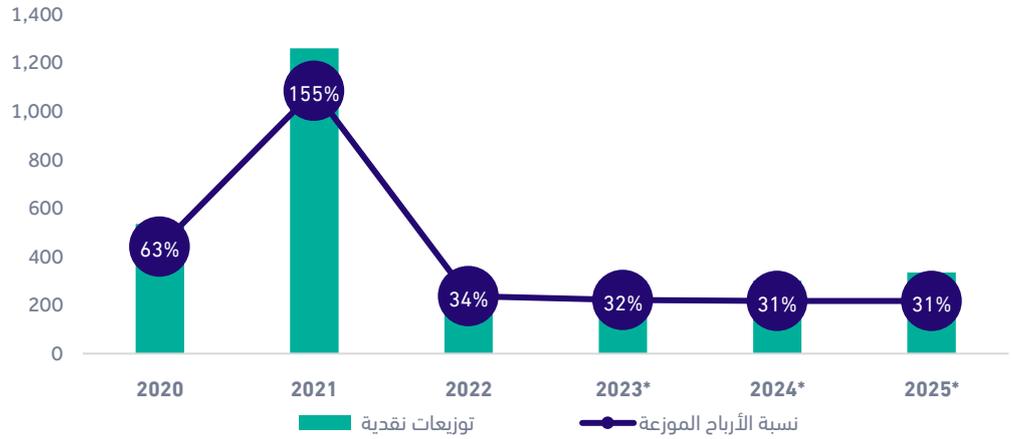
الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع	الربع الأول	
2022	2022	2022	2022	2023	2023	2023	2023	*2024	
									<b>نسب السيولة</b>
1.7x	1.9x	1.6x	1.7x	1.4x	1.7x	1.6x	1.7x	2.0x	معدل التداول
0.8x	0.9x	0.8x	0.9x	0.8x	0.9x	0.8x	0.9x	1.2x	معدل التداول السريع
0.5x	0.7x	0.5x	0.7x	0.6x	0.7x	0.5x	0.7x	1.0x	النسبة النقدية
<b>1.0x</b>	<b>1.2x</b>	<b>1.0x</b>	<b>1.1x</b>	<b>0.9x</b>	<b>1.1x</b>	<b>1.0x</b>	<b>1.2x</b>	<b>1.4x</b>	<b>المتوسط</b>

المصدر: بيانات الشركة، الرياض المالية \*متوقعة

### ميزانية عمومية صحية، ستظل التوزيعات النقدية للسهم ثابتة في عام 2023

أنهت شركة النهدي الربع الأول من عام 2023 بمركز مالي جيد وسيولة نقدية كافية، وتملك 1.5 مليار ريال نقدًا ولا توجد ديون قصيرة الأجل أو طويلة الأجل (باستثناء عقود الإيجار). وقد تم تعزيز هذه السيولة من خلال عائدات 537 مليون ريال من توليد التدفق النقدي الحر القوي وزيادة الذمم الدائنة التجارية والأرصدة الدائنة الأخرى خلال هذا الربع. بلغ معدل التداول عند 1.4 مرة بنهاية الربع الأول من عام 2023، مدعومة بـ 1.4 مليار ريال من المخزون (بالإضافة إلى 1.5 مليار ريال نقدًا وما في حكمه). على الرغم من أننا نحتاج إلى رؤية أفضل لإصدار أي أحكام حول الزيادات المحتملة في التوزيعات النقدية، فإننا نعتقد أن التوزيعات النقدية في ظل الظروف الحالية ستستمر بلا انقطاع. نتوقع أن تستمر النهدي في توزيعات نقدية على المدى القريب، باستثناء أي تغيير كبير في هيكل رأس مالها. تمنحنا العوامل الأقل قابلية للقياس أيضًا الثقة في التوزيعات: البنية التحتية الحديثة للخدمات اللوجستية وتكنولوجيا المعلومات للشركة، وتعرضها للتركيبة السكانية للسياسة الدينية (المنطقة الغربية من المملكة العربية السعودية)، والبيئة الديموغرافية والتنظيمية المثالية تدعم أيضًا السيناريوهات التي تستمر فيها شركة النهدي في دفع توزيعات نقدية تتماشى مع نسب التوزيعات النقدية السابقة.

شكل 13: التوزيعات النقدية ونسبة الأرباح الموزعة 2020-2025 (مليون ريال)

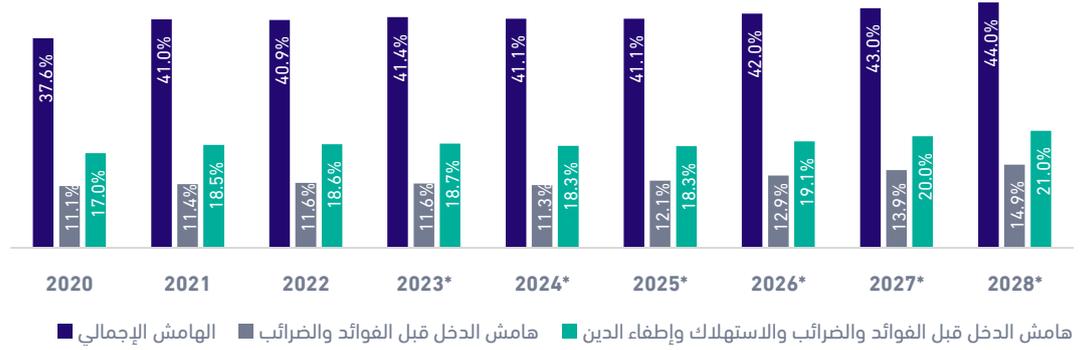


المصدر: بيانات الشركة، الرياض المالية \*متوقعة

### توسّع الهامش الإجمالي بشكل تدريجي

واجهت الهوامش الإجمالية للنهدي بعض التقلبات على الأساس الربعي، بينما شهدت أيضًا بعض التقلبات الطفيفة على الأساس السنوي (مثل عامي 2021 و2022). ومع ذلك، فإن بوجهة نظرنا هي أنها تتوافق في النهاية مع الظروف الاقتصادية وتعكس التغييرات في مزيج المنتجات، والتي تتجه للارتفاع نتيجة لجهود الإدارة المركزية. تم تسجيل هامش عند 37.6% في عام 2020 وبلغت ذروتها عند 41.0% في عام 2021، إلا أنها انخفضت إلى 40.9% في عام 2022، بسبب ارتفاع إجمالي الإيرادات، والتي على الرغم من ثباتها تقريبًا، إلا أنها لم تترجم بالكامل لتصل إلى هامش صافي ثابت. في عام 2022، نما صافي دخل شركة النهدي بنسبة 9.3% ليصل إلى 888 مليون ريال مقارنة بـ 813 مليون ريال في عام 2021، وهو ما يمثل هامش صافي بخاتين عشريتين. للمضي قدمًا، نتوقع تحسّنًا في الهوامش بسبب زيادة الكفاءات في البنية التحتية عالية التقنية (المرافق اللوجستية) والاتجاهات الديموغرافية التي تنمي إيرادات الشركة بشكل أسرع من نظيرتها المصاريف التشغيلية، بالإضافة إلى الإدارة الحكيمة للمصاريف التشغيلية والنفقات الرأسمالية، للتخفيف من المصاريف الإضافية.

شكل 14: هامش الربحية الرئيسية 2020-2028 (%)

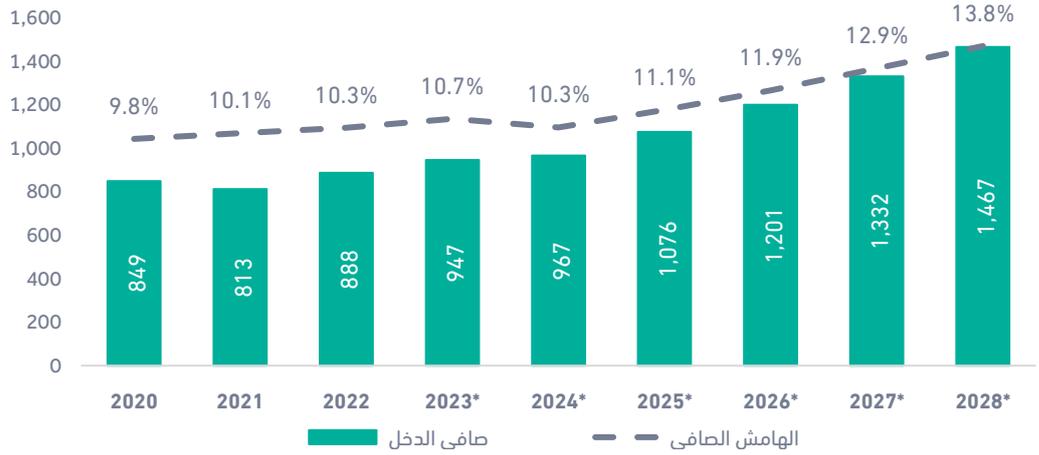


المصدر: بيانات الشركة، الرياض المالية \*متوقعة

### ارتفاع صافي الدخل بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 8.7% بين 2022 و2028

نتوقع أن تنمو الإيرادات بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 3.5% حتى عام 2028، مدفوعًا بشكل أساسي بالطلب القوي على المنتجات غير الدوائية والاتجاهات الديموغرافية الحالية. كان الهامش الإجمالي ينمو باستمرار على مدار العامين الماضيين من 37.6% في عام 2020 إلى 40.9% في عام 2022، بسبب المساهمة المتزايدة للمنتجات ذات الهامش الأعلى، بما في ذلك العلامات التجارية الخاصة بالشركة. اتبع الهامش الصافي اتجاه مماثل للهامش الإجمالي، وإن كان بوتيرة أبطأ في السنوات الأخيرة؛ من 9.8% في 2020 إلى 10.3% في 2022. نتوقع أن يستمر هذا الارتفاع المطرد وأن يساهم بشكل كبير في قدرة الشركة على توليد التدفق النقدي الحر وإعادة رأس المال للمساهمين.

شكل 15: صافي الدخل والهامش الصافي 2020-2028 (مليون ريال)



المصدر: بيانات الشركة، الرياض المالية \*متوقعة

## ■ التقييم

### التقييم بطريقة التدفقات النقدية المخصومة عند 27.8 مليار ريال (213.9 ريال للسهم)

بالنسبة لطريقة التقييم بالتدفقات النقدية المخصومة، فقد استخدمنا عائد صكوك الحكومة السعودية لمدة 10 سنوات بنسبة 4.55% كمعدل خالي من المخاطر وعلاوة مخاطر حقوق الملكية بنسبة 5.0%، كما استخدمنا 0.82 معامل بيتا معدل تم الحصول عليه من بلومبيرغ. تشير حساباتنا لوزن حقوق ملكية ووزن الدين بنسبة 100% و0% على التوالي (البيانات المالية لعام 2022). لذلك، عند تطبيق التوازن ذات الصلة على تكلفة حقوق الملكية وتكلفة الدين، نصل إلى متوسط مرجح لتكلفة رأس المال عند ما نسبته 8.7%. بخضم التدفقات النقدية، توصلنا إلى قيمة عادلة تبلغ 213.9 ريال لكل سهم. يشير هذا إلى احتمال ارتفاع بنسبة 22.0% من سعر السهم الحالي. علاوة على ذلك، نعتقد أن هذا التقييم متحفظ. بدأنا تغطية النهدي بسعر مستهدف 214 ريال. \* جميع الأسعار وعوائد الصكوك كما في 26 يوليو 2023.

#### شكل 16: التقييم عن طريق التدفقات النقدية المخصومة

2028*	2027*	2026*	2025*	2024*	2023*	مليون ريال
1,557	1,414	1,275	1,143	1,027	1,009	الدخل قبل الفوائد والضرائب
(91)	(82)	(74)	(67)	(60)	(62)	الزكاة
642	630	618	603	659	633	الاستهلاك والاطفاء
(43)	(76)	1	44	(90)	68	التغير في رأس المال العامل
(115)	(144)	(179)	(224)	(280)	(286)	المصاريف الرأسمالية
2,036	1,894	1,639	1,411	1,436	1,227	التدفقات النقدية الحرة
30,620						القيمة النهائية
32,656	1,894	1,639	1,411	1,436	1,227	إجمالي التدفقات النقدية الحرة
<b>20,816</b>	<b>1,312</b>	<b>1,233</b>	<b>1,154</b>	<b>1,276</b>	<b>506</b>	<b>التدفقات النقدية المخصومة</b>
					2.0%	معدل النمو طويل الأجل
					26,297	قيمة المنشأة
					0	ناقص: صافي الديون
					0	مضاف: الاستثمار
					1,514	مضاف: النقد
					27,812	قيمة حقوق المساهمين
					130	عدد الأسهم
					213.9	القيمة العادلة للسهم

المصدر: الرياض المالية

## الملخص المالي

فيما يلي قائمة الدخل وقائمة المركز المالي الموحدة لشركة النهدي الطبية:

شكل 17: قائمة الدخل

2028*	2027*	2026*	2025*	2024*	2023*	2022	2021	2020	مليون ريال	
10,591	10,333	10,065	9,711	9,366	8,857	8,616	8,066	8,642		إجمالي الإيرادات
(5,931)	(5,890)	(5,838)	(5,719)	(5,516)	(5,194)	(5,095)	(4,762)	(5,393)		تكلفة الإيرادات
<b>4,660</b>	<b>4,443</b>	<b>4,227</b>	<b>3,992</b>	<b>3,850</b>	<b>3,663</b>	<b>3,521</b>	<b>3,305</b>	<b>3,250</b>		<b>الدخل الإجمالي</b>
(3,078)	(3,003)	(2,925)	(2,822)	(2,795)	(2,639)	(2,518)	(2,385)	(2,291)		إجمالي المصاريف
<b>1,582</b>	<b>1,440</b>	<b>1,302</b>	<b>1,170</b>	<b>1,055</b>	<b>1,024</b>	<b>1,003</b>	<b>920</b>	<b>959</b>		<b>الدخل التشغيلي</b>
(25)	(26)	(27)	(27)	(28)	(15)	(65)	(62)	(64)		مصاريف وإيرادات أخرى
<b>1,557</b>	<b>1,414</b>	<b>1,275</b>	<b>1,143</b>	<b>1,027</b>	<b>1,009</b>	<b>938</b>	<b>857</b>	<b>894</b>		<b>الدخل قبل الزكاة</b>
(91)	(82)	(74)	(67)	(60)	(62)	(50)	(45)	(45)		زكاة
<b>1,467</b>	<b>1,332</b>	<b>1,201</b>	<b>1,076</b>	<b>967</b>	<b>947</b>	<b>888</b>	<b>813</b>	<b>849</b>		<b>صافي الدخل</b>
4,660	4,443	4,227	3,992	3,850	3,663	3,521	3,305	3,250		الدخل الإجمالي
1,582	1,440	1,302	1,170	1,055	1,024	1,003	920	959		الدخل قبل الفوائد والضرائب
2,224	2,070	1,921	1,773	1,714	1,656	1,599	1,491	1,468		الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك وإطفاء:
<b>11.28</b>	<b>10.24</b>	<b>9.24</b>	<b>8.28</b>	<b>7.44</b>	<b>7.29</b>	<b>6.83</b>	<b>6.25</b>	<b>6.53</b>		<b>ربحية السهم الواحد</b>

المصدر: بيانات الشركة، الرياض المالية \*متوقعة

شكل 18: قائمة المركز المالي الموحدة

2028*	2027*	2026*	2025*	2024*	2023*	2022	2021	2020	مليون ريال	
										<b>الأصول</b>
5,716	4,663	3,777	2,949	2,219	1,740	1,076	401	1,009		النقد وما في حكمه
116	142	165	159	175	171	130	140	98		ذمم مدينة تجارية
1,219	1,307	1,359	1,379	1,427	1,389	1,183	1,116	1,149		المخزون
196	196	196	196	196	196	174	142	171		أخرى
<b>7,247</b>	<b>6,308</b>	<b>5,499</b>	<b>4,684</b>	<b>4,017</b>	<b>3,495</b>	<b>2,564</b>	<b>1,799</b>	<b>2,427</b>		<b>مجموع الأصول المتداولة</b>
818	920	991	1,023	1,009	966	914	886	812		ممتلكات وألات ومعدات
1,770	1,795	1,811	1,817	1,811	1,632	1,468	1,602	1,427		أخرى
2,588	2,715	2,801	2,841	2,819	2,598	2,381	2,488	2,239		مجموع الأصول غير المتداولة
<b>9,836</b>	<b>9,023</b>	<b>8,300</b>	<b>7,524</b>	<b>6,837</b>	<b>6,093</b>	<b>4,945</b>	<b>4,287</b>	<b>4,666</b>		<b>مجموع الأصول</b>
										<b>حقوق الملكية والالتزامات</b>
650	807	960	971	992	1,040	637	484	440		ذمم دائنة تجارية
125	125	125	125	125	125	107	97	98		مخصصات الزكاة
723	723	723	723	723	723	765	705	876		أخرى
<b>1,497</b>	<b>1,654</b>	<b>1,807</b>	<b>1,819</b>	<b>1,839</b>	<b>1,887</b>	<b>1,508</b>	<b>1,286</b>	<b>1,414</b>		<b>مجموع الالتزامات المتداولة</b>
849	982	1,106	1,220	1,321	1,256	792	992	829		التزامات عقود الإيجار
417	417	417	417	417	417	401	406	344		أخرى
1,266	1,398	1,523	1,637	1,738	1,673	1,193	1,397	1,173		مجموع الالتزامات غير المتداولة
<b>2,763</b>	<b>3,053</b>	<b>3,330</b>	<b>3,456</b>	<b>3,577</b>	<b>3,560</b>	<b>2,702</b>	<b>2,683</b>	<b>2,587</b>		<b>مجموع الالتزامات</b>
1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,000		رأس المال
280	280	280	280	280	280	280	191	110		احتياطي نظامي
5,493	4,391	3,391	2,488	1,680	953	664	113	969		أرباح مبقاة
0	0	0	0	0	0	(0)	(0)	(0)		أخرى
<b>9,836</b>	<b>9,023</b>	<b>8,300</b>	<b>7,524</b>	<b>6,837</b>	<b>6,093</b>	<b>4,945</b>	<b>4,287</b>	<b>4,666</b>		<b>مجموع حقوق الملكية و الالتزامات</b>

المصدر: بيانات الشركة، الرياض المالية \*متوقعة

شركة الدواء للخدمات الطبية (الدواء)

فرص لأجل كفاءة أفضل

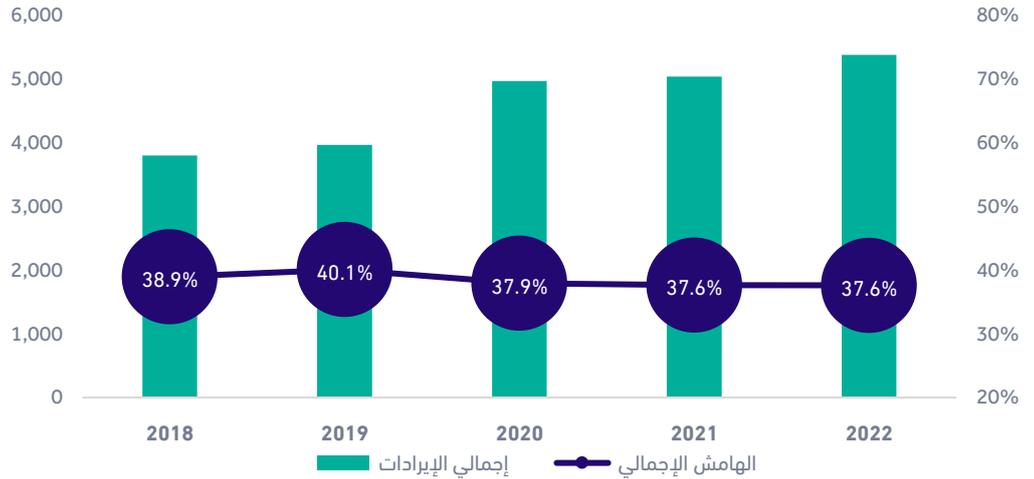
ثاني أكبر مشغل للصيدليات

نقوم ببدء تغطيتنا لشركة الدواء عند سعر مستهدف يبلغ 112 ريال للسهم، قمنا باستخدام طريقة التدفقات النقدية المخصومة. تعتبر شركة الدواء ثاني أكبر مشغل للصيدليات في المملكة العربية السعودية. على الرغم من كونها منافساً مباشراً لشركة النهدي، إلا أنها اللاعب الوحيد في مجال تجارة التجزئة في الصيدليات في المملكة العربية السعودية، مع عدم وجود بصمة لها خارج المملكة، مما يجعلها ذات أهمية خاصة.

عقد قادم من التحول

نُمثل رؤية 2030، الخلفية الديموغرافية الكلية النهائية للمستثمرين الذين يسعون للعثور على أسهم التجزئة مع ربح ديموغرافية مواتية قوية، حيث سيقود هذا الإطار نشاطاً كبيراً في المملكة العربية السعودية. فيما يتعلق في الصحة على وجه التحديد، فإن الرؤية ستدعم المزيد من الشراكات بين القطاعين العام والخاص. من المحتمل أن تعود هذه الشراكات بالفائدة على الشركة وجميع الشركات العاملة بقطاع تجزئة الصيدليات. مثال على ذلك، هو ما قامت به شركة الدواء للخدمات الطبية مؤخراً، من توقيعها صفقة مع شركة خاصة تابعة لصندوق الاستثمارات العامة، حيث ستقوم الشركة ببناء وتشغيل صيدلية خارجية في أحد مستشفيات وزارة الصحة كجزء من جهود وزارة الصحة لزيادة التخصص في قطاع الرعاية الصحية. كما تشمل المبادرات الرئيسية الأخرى في إنشاء المدن الاقتصادية والمشاريع الكبرى، كجزء من حملة أوسع لتنويع المملكة بعيداً عن عائدات النفط. كما ستستفيد شركة الدواء بشكل مباشر من إصلاحات وزارة الصحة والتغيرات الديموغرافية، بدعم من خطط التنمية ذات الرؤية المستقبلية للمملكة.

شكل 19: تاريخ الإيرادات والهامش الإجمالي 2018-2022 (مليون ريال)



المصدر: بيانات الشركة، الرياض المالية

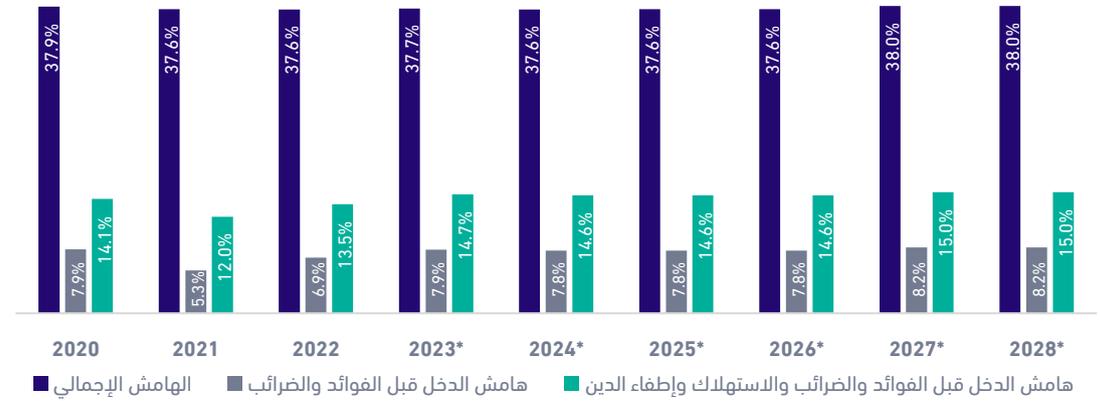
لاعب رئيسي في برنامج وصفتي

وصفتي هي خدمة إلكترونية متطورة للأطباء السعوديين، كما تُعد دخلاً رئيسياً للشركة. بعد إصدار وصفة طبية عبر الإنترنت، يمكن للمرضى الحصول على أدويتهم من الصيدليات الخاصة أو العامة في المملكة العربية السعودية. وفقاً للإدارة شكّلت صيدليات الدواء ما يقارب نسبة 70% من إجمالي الوصفات المصدرة من خدمة وصفتي كما في الربع الأول من عام 2023، كما أشارت الإدارة أيضاً إلى أنها تستهدف زيادة مبيعات العلامات التجارية الخاصة (علامة الدواء) على هذه المنصة، مما قد يؤدي إلى تحسّن الهوامش. في رأينا، يمثل هذا دافعاً رئيساً محتملاً للنجاح في المستقبل، خاصة إذا تحسّن الهامش الإجمالي. في ذات الوقت، من الحكمة النظر في ارتفاع الذمم المدينة للشركة.

## مراقبة هوامش التشغيل التاريخية

للأعوام بين 2017 و2020، تحسّنت هوامش التشغيل، إلا أنه خلال العامين السابقين، شهدت الهوامش انكماشاً طفيفاً في عام 2021 و2022، على الرغم من أنها لا تزال مرتفعة مقارنةً بعام 2017. في عام 2020، استقر الهامش التشغيلي عند 7.9%، إلا أنه انكمش ليصل إلى 5.9% في العام المالي التالي. أتى ذلك نتيجةً لارتفاع المبيعات بالتزامن مع انكماش الهامش الإجمالي، والذي أظهر انكماشاً من مستوى 38.9% في عام 2018 ليصل إلى مستوى 37.6% في عامي 2021 و2022.

شكل 20: مقاييس هوامش الربحية 2020-2028 (%)

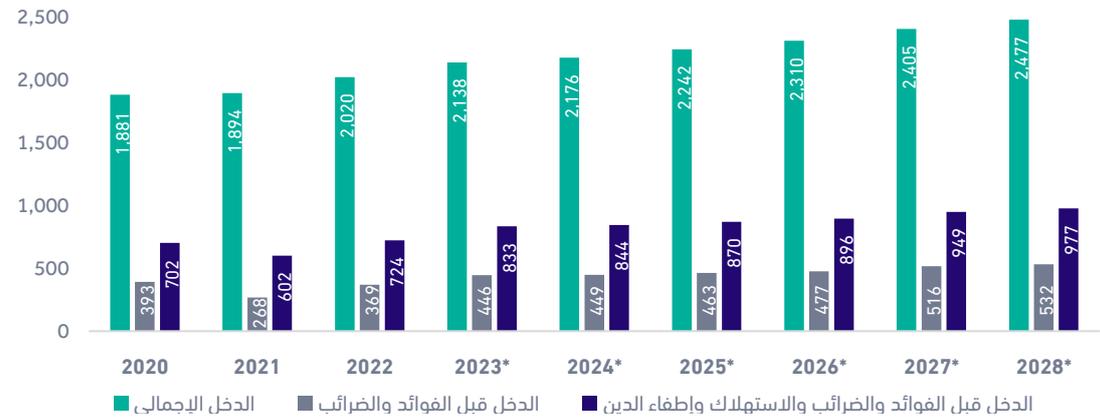


المصدر: بيانات الشركة، الرياض المالية\* متوقعة

## الربحية المتوقعة

في غالب الأحيان تتحسن الهوامش بسبب مزيج المنتجات والكفاءة والابتكار. إن توقعاتنا للهامش الإجمالي تعتمد على الأداء السابق المحقق في عام 2020 والبالغ مستوى 37.91%، والهوامش الأكثر حداثةً لعامي 2021 و2022، والتي بلغت مستوى 37.63% و37.59%، على التوالي. نعتقد بأن ستمكن شركة الدواء من السيطرة على هذه الهوامش عند هذه المستويات حيث نعتقد بأن هناك مجالاً للتحسين. للأعوام بين 2024 و2028، نتوقع أن ينكمش الهامش الإجمالي بشكل طفيف، من ثم يتسع إلى أن يصل إلى مستوى 38.0% بحلول عام 2028، وذلك على خلفية كفاءة إدارة رأس المال العامل. كما نتوقع أن يتسع الهامش التشغيلي، ليصل إلى مستوى 8.2% بحلول عام 2028، وذلك على خلفية نمو الإيرادات الذي يفوق النفقات التشغيلية، بالإضافة إلى انخفاض النفقات الرأس مالية، والتي من شأنها ستترجم إلى نفقات استهلاك أكثر استقراراً وتقليل الرافعة المالية، وبالتالي، انخفاض تكاليف التمويل.

شكل 21: مقاييس الربحية الرئيسية 2020-2028 (مليون ريال)



المصدر: بيانات الشركة، الرياض المالية\* متوقعة

شكل 22: قائمة الدخل تاريخيًا

2022	2021	2020	2019	2018	
5,372	5,034	4,962	3,962	3,797	إجمالي الإيرادات
(3,353)	(3,140)	(3,081)	(2,375)	(2,319)	تكلفة الإيرادات
<b>2,020</b>	<b>1,894</b>	<b>1,881</b>	<b>1,587</b>	<b>1,479</b>	<b>الدخل الإجمالي</b>
(1,651)	(1,627)	(1,488)	(1,291)	(1,185)	إجمالي المصاريف
<b>369</b>	<b>268</b>	<b>393</b>	<b>296</b>	<b>294</b>	<b>الدخل التشغيلي</b>
(51)	(22)	(132)	(52)	(64)	مصاريف وإيرادات أخرى
<b>318</b>	<b>246</b>	<b>261</b>	<b>244</b>	<b>230</b>	<b>الدخل قبل الزكاة</b>
(7)	(15)	(15)	(11)	(1)	زكاة
<b>311</b>	<b>231</b>	<b>246</b>	<b>233</b>	<b>228</b>	<b>صافي الدخل</b>
37.6%	37.6%	37.9%	40.1%	38.9%	هامش الإجمالي
6.9%	5.3%	7.9%	7.5%	7.7%	هامش الدخل قبل الفوائد والضرائب
5.8%	4.6%	5.0%	5.9%	6.0%	هامش الصافي

المصدر: بيانات الشركة، الرياض المالية

المبيعات المتوقعة

كشركة النهدي، نتوقع تستفيد شركة الدواء من الاتجاه العام للقطاع والدعم الديموغرافي والوضع الحالي للشركة في القطاع. بلغ متوسط مبيعات شركة الدواء في الأعوام الثلاثة السابقة ما قيمته 5.1 مليار ريال، بناءً على هذه الأرقام ومكالمات الإدارة والتوقعات المتحفظة، نتوقع أن يرتفع إجمالي الإيرادات بشكل طفيف في عام 2023 ليصل إلى 5.6 مليار ريال، قبل أن يرتفع مرةً أخرى في عام 2024 ليصل إلى 5.7 مليار ريال، ويصل في النهاية إلى 6.5 مليار ريال بحلول عام 2028.

شكل 23: التوقعات

2028*	2027*	2026*	2025*	2024*	2023*	
6,519	6,328	6,142	5,962	5,787	5,673	قائمة الدخل (مليون ريال)
2,477	2,405	2,310	2,242	2,176	2,138	إجمالي الإيرادات
532	516	477	463	449	446	الدخل الإجمالي
466	451	413	394	374	289	الدخل قبل الفوائد والضرائب
						صافي الدخل
38.0%	38.0%	37.6%	37.6%	37.6%	37.7%	النسب الرئيسية (%)
8.2%	8.2%	7.8%	7.8%	7.8%	7.9%	هامش الإجمالي
7.2%	7.1%	6.7%	6.6%	6.5%	5.1%	هامش الدخل قبل الفوائد والضرائب
						هامش الصافي

المصدر: بيانات الشركة، الرياض المالية \*متوقعة

الاستمرار بتقليص الرافعة المالية

انخفض إجمالي الديون لدى شركة الدواء بشكلٍ هامشي خلال عام 2022، ليصل إلى 1.0 مليار ريال، من 1.1 مليار ريال في عام 2021. أتى هذا التحسن بنمو المبيعات وانخفاض النفقات الرأسمالية (والتي انخفضت بنسبة 9% على أساس سنوي)، بلغ النقد وما يعادله 138 مليون ريال، مما أدى إلى انخفاض صافي الديون. على الرغم من استقرار مستويات الديون نسبياً، بلغت تكاليف التمويل ما قيمته 117 مليون ريال في عام 2022، مقارنةً بـ 82 مليون ريال و60 مليون ريال في عامي 2021 و2020، على التوالي. نعتقد أن ارتفاع مصاريف التمويل يعود بشكلٍ رئيسي إلى ارتفاع أسعار الفائدة (سايبور). كما نعتقد أيضاً أن هناك فرصة للشركة، في ظل تقليص الرافعة المالية، مما سيدفع ذلك إلى انخفاض تكاليف التمويل، والذي بدوره سيؤدي إلى توليد المزيد من التدفقات النقدية. على الرغم من اعترافنا بأن نفقات التمويل المتزايدة تفرض قيوداً على شركة الدواء، إلا أننا نتفهم أيضاً أنها قد تتيح للمستثمرين فرصة الاستثمار بتقييم منخفض، ولكن مع مخاطر إضافية.

شكل 24: إجمالي الديون ونسبة الدين إلى حقوق الملكية 2018 – الربع الأول من عام 2023 (مليون ريال)



المصدر: بيانات الشركة، الرياض المالية

### تحديات في السيولة

تاريخياً، يُعد المركز المالي لشركة الدواء متقلباً حيث بلغ معدل النقد أقل من 0.1 مرة لعامي 2020 و2021. انخفض النقد وما في حكمه في الربع الأول من عام 2023 ليصل إلى 49 مليون ريال من 138 مليون ريال في الربع الرابع من عام 2022. يأتي ذلك بعد تخفيض إجمالي ديون الشركة (باستثناء عقود الإيجار) إلى أقل من 1 مليار ريال. على الرغم من أنه كان بشكلٍ هامشي، إلا أنه كان كافياً لخفض نسبة دين الشركة إلى حقوق الملكية إلى 0.8 مرة، وهو في رأينا صحي بشكلٍ ملائم نظراً لبيئة أسعار الفائدة وأفضل من العامين السابقين. نعتقد أن الوضع النقدي للشركة يمثل تحدياً نظراً لأنها استغلت السحب على المكشوف من البنوك وغيرها من حلول السيولة قصيرة الأجل.

شكل 25: نسب السيولة

2025*	2024*	2023*	2022	2021	2020	نسب السيولة
1.6x	1.4x	1.3x	1.1x	0.9x	1.1x	معدل التداول
0.9x	0.8x	0.7x	0.4x	0.3x	0.3x	معدل التداول السريع
0.5x	0.4x	0.3x	0.1x	0.0x	0.0x	النسبة النقدية
<b>1.0x</b>	<b>0.8x</b>	<b>0.7x</b>	<b>0.5x</b>	<b>0.4x</b>	<b>0.5x</b>	المتوسط

المصدر: بيانات الشركة، الرياض المالية \*متوقعة

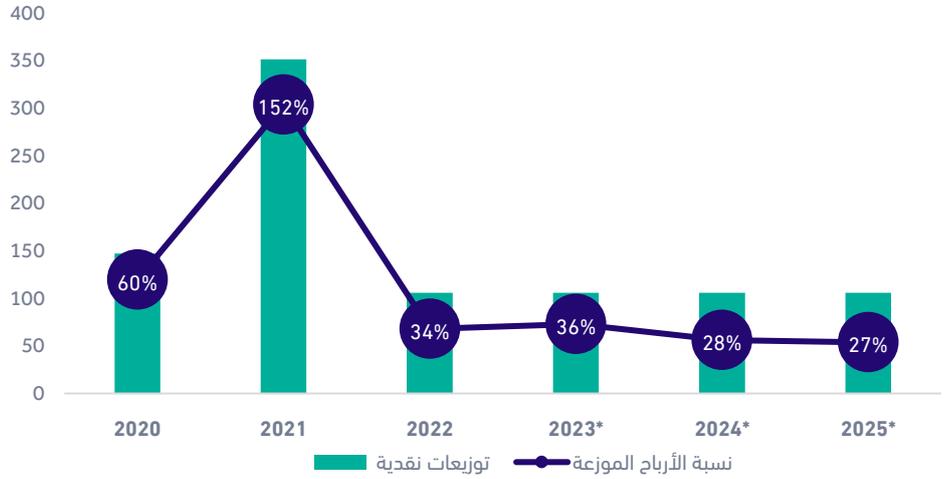
من الجدير بالذكر، إلى أن الإدارة من خلال اللقاء الهاتفي للربع الأول من عام 2023، ذكرت إلى أنه من المتوقع أن تكون الديون دون 1 مليار ريال بنهاية عام 2023 مع استمرارها في تقليل الرافعة المالية للشركة وهي إشارة إيجابية. بالتالي، فإن نفقات التمويل المنخفضة ستترجم إلى هوامش صافية أعلى في المستقبل، مما يوفر إمكانية إعادة تقييم تصاعدي. مع ذلك، ونظراً للوضع النقدي حالياً، فإننا نعتبر هذا خطراً إضافياً في هذا الوقت، خاصةً فيما يتعلق بإمكانية رفع التوزيعات النقدية، والتي قد تكون تحت الضغط.

### من المتوقع أن تكون التوزيعات النقدية تحت الضغط

منذ بداية عام 2022 حتى تاريخه، كان الواضح أن ارتفاع معدل سايبور كان له تأثير سلبي على تكاليف التمويل المعلنة لشركة الدواء، من تكاليف التمويل المدفوعة للسحب على المكشوف والقروض المصرفية ومطلوبات المزايا المحددة للموظفين. في حين استمرت الشركة في توليد تدفق نقدي حر مع خفض مستوى ديونها على أساس ربعي من الربع الرابع من عام 2022 إلى الربع الأول من عام 2023، فإن هذا لا يخلق بيئة مثالية للتوزيعات النقدية. بعد دفع توزيعات نقدية للمساهمين استمرت لستة أعوام متتالية، يمكن للشركة أن تعزو قدرتها على الحفاظ على التوزيعات إلى نمو الإيرادات، على الرغم من انكماش بعض

الهوامش. كما تطرقت الشركة في اللقاء الهاتفي للربع الأول من عام 2023، إلى أن ميزانية النفقات الاستثمارية لعام 2023 ستكون بما يقارب 185 مليون ريال، وهي دون مستويات عامي 2021 و2022. نحن غير متأكدين من أن قدرة الشركة على توليد النقد ستمكناها من الحفاظ على التوزيعات النقدية لتتماشى مع مستويات عامي 2021 أو 2022. للعام 2023، نتوقع استقرار التوزيعات النقدية إذا لم تنخفض، لتتمكن الشركة من تقليل الرافعة المالية. يمكن أن يساعد التخفيض في النفقات الرأسمالية الشركة في الحفاظ على توزيعات الأرباح، ولكن في رأينا أن المستوى الحالي لتوزيعات الأرباح كما في العام السابق، ستكون تحت الضغط في عام 2023.

شكل 26: التوزيعات النقدية ونسبة الأرباح الموزعة 2020-2025 (مليون ريال)

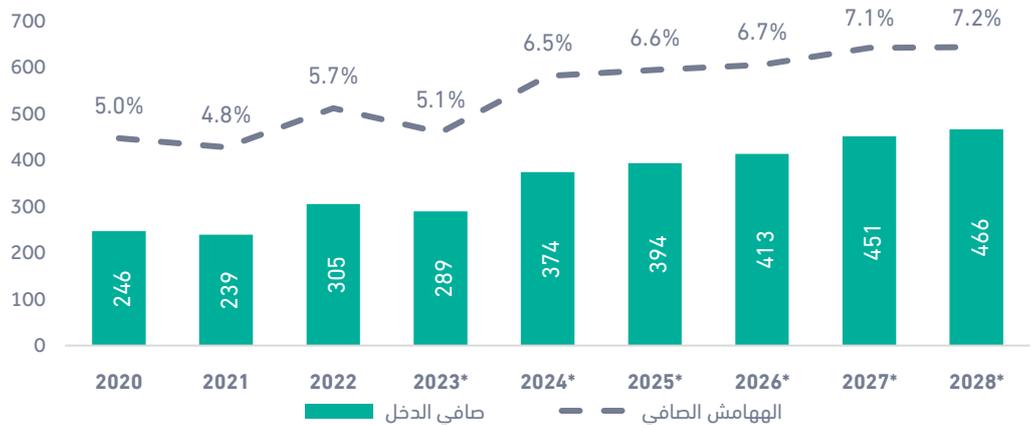


المصدر: بيانات الشركة، الرياض المالية \*متوقعة

### نمو صافي الدخل بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 7.3% للأعوام بين 2022 و2028

نما صافي الدخل لشركة الدواء في عام 2022، ليصل إلى 305 مليون ريال مقارنةً بـ 239 مليون ريال في عام 2021. شهدت نتائج عام 2022 تسجيل كلاً من الإيرادات والدخل التشغيلي أعلى مستوياتهما منذ ستة أعوام، ليصل إلى 5.3 مليار و369 مليون ريال، على التوالي. نتوقع استمرار شركة الدواء في تنمية إيراداتها والتركيز على الكفاءة المالية، مما سيترجم ذلك إلى ارتفاع الهامش التشغيلي ليصل إلى 8.2% بحلول عام 2028، كما أن اتساع الهامش التشغيلي أدى بتوقعاتنا بنمو صافي الدخل بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 7.3% للأعوام بين 2022 و2028.

شكل 27: صافي الدخل والهامش الصافي 2020-2028 (مليون ريال)



المصدر: بيانات الشركة، الرياض المالية \*متوقعة

## ■ التقييم

### التقييم بطريقة التدفقات النقدية المخصومة عند 9.5 مليار ريال (111.8 ريال للسهم)

بالنسبة لطريقة التقييم بالتدفقات النقدية المخصومة، فقد استخدمنا عائد صكوك الحكومة السعودية لمدة 10 سنوات بنسبة 4.55% كمعدل خالي من المخاطر وعلاوة مخاطر حقوق الملكية بنسبة 5.0%، كما استخدمنا 0.90 معامل بيتا معدل تم الحصول عليه من بلومبيرغ. تشير حساباتنا لوزن حقوق ملكية ووزن الدين بنسبة 53.6% و46.4% على التوالي (البيانات المالية لعام 2022). لذلك، عند تطبيق الأوزان ذات الصلة على تكلفة حقوق الملكية وتكلفة الدين، نصل إلى متوسط مرجح لتكلفة رأس المال عند ما نسبته 7.1%. بخضم التدفقات النقدية، توصلنا إلى قيمة عادلة تبلغ 111.83 ريال لكل سهم. نبدأ تغطيتنا لشركة الدواء بسعر مستهدف عند 112 ريال للسهم. \* جميع الأسعار وعوائد الصكوك كما في 26 يوليو 2023.

#### شكل 28: التقييم عن طريق التدفقات النقدية المخصومة

2028*	2027*	2026*	2025*	2024*	2023*	مليون ريال
532	516	477	463	449	446	الدخل قبل الفوائد والضرائب
(22)	(21)	(19)	(18)	(17)	(13)	الزكاة
445	432	419	407	395	387	الاستهلاك والاطفاء
(32)	(32)	(29)	(190)	(4)	916	التغير في رأس المال العامل
(214)	(208)	(202)	(196)	(204)	(192)	المصاريف الرأسمالية
773	752	704	846	627	(288)	التدفقات النقدية الحرة
10,966						القيمة النهائية
11,740	752	704	846	627	(288)	إجمالي التدفقات النقدية الحرة
<b>8,108</b>	<b>556</b>	<b>557</b>	<b>717</b>	<b>569</b>	<b>(120)</b>	<b>التدفقات النقدية المخصومة</b>
					2.0%	معدل النمو طويل الأجل
					10,387	قيمة المنشأة
					931	ناقص: صافي الديون
					0	مضاف: الاستثمار
					50	مضاف: النقد
					9,505	قيمة حقوق المساهمين
					85	عدد الأسهم
					<b>111.8</b>	<b>القيمة العادلة للسهم</b>

المصدر: الرياض المالية

## الملخص المالي

فيما يلي قائمة الدخل وقائمة المركز المالي الموحدة لشركة الدواء للخدمات الطبية:

شكل 29: قائمة الدخل

2028*	2027*	2026*	2025*	2024*	2023*	2022	2021	2020	مليون ريال
6,519	6,328	6,142	5,962	5,787	5,673	5,372	5,034	4,962	إجمالي الإيرادات
(4,042)	(3,923)	(3,833)	(3,720)	(3,612)	(3,534)	(3,353)	(3,140)	(3,081)	تكلفة الإيرادات
<b>2,477</b>	<b>2,405</b>	<b>2,310</b>	<b>2,242</b>	<b>2,176</b>	<b>2,138</b>	<b>2,020</b>	<b>1,894</b>	<b>1,881</b>	<b>الدخل الإجمالي</b>
(1,945)	(1,888)	(1,833)	(1,779)	(1,727)	(1,693)	(1,651)	(1,627)	(1,488)	إجمالي المصاريف
<b>532</b>	<b>516</b>	<b>477</b>	<b>463</b>	<b>449</b>	<b>446</b>	<b>369</b>	<b>268</b>	<b>393</b>	<b>الدخل التشغيلي</b>
(44)	(44)	(44)	(51)	(58)	(143)	(51)	(22)	(132)	مصاريف وإيرادات أخرى
<b>488</b>	<b>472</b>	<b>432</b>	<b>412</b>	<b>391</b>	<b>303</b>	<b>318</b>	<b>246</b>	<b>261</b>	<b>الدخل قبل الزكاة</b>
(22)	(21)	(19)	(18)	(17)	(13)	(12)	(7)	(15)	زكاة
<b>466</b>	<b>451</b>	<b>413</b>	<b>394</b>	<b>374</b>	<b>289</b>	<b>305</b>	<b>239</b>	<b>246</b>	<b>صافي الدخل</b>
2,477	2,405	2,310	2,242	2,176	2,138	2,020	1,894	1,881	الدخل الإجمالي
532	516	477	463	449	446	369	268	393	الدخل قبل الفوائد والضرائب
977	949	896	870	844	833	724	602	702	الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك وإطفاء:
<b>5.48</b>	<b>5.31</b>	<b>4.86</b>	<b>4.63</b>	<b>4.40</b>	<b>4.39</b>	<b>3.59</b>	<b>2.81</b>	<b>2.90</b>	<b>ربحية السهم الواحد</b>

المصدر: بيانات الشركة، الرياض المالية \*متوقعة

شكل 30: قائمة المركز المالي الموحدة

2028*	2027*	2026*	2025*	2024*	2023*	2022	2021	2020	مليون ريال
									<b>الأصول</b>
2,119	1,627	1,159	736	607	463	139	46	38	النقد وما في حكمه
755	716	678	642	623	611	564	494	530	ذمم مدينة تجارية
1,085	1,053	1,029	999	983	964	1,082	1,332	1,324	المخزون
1	1	1	1	1	1	2	3	2	أخرى
<b>3,960</b>	<b>3,396</b>	<b>2,867</b>	<b>2,377</b>	<b>2,214</b>	<b>2,038</b>	<b>1,786</b>	<b>1,875</b>	<b>1,893</b>	<b>مجموع الأصول المتداولة</b>
976	974	973	971	970	954	942	823	658	ممتلكات وآلات ومعدات
1,479	1,712	1,938	2,157	1,369	1,576	1,769	1,332	993	أخرى
2,456	2,686	2,910	3,128	2,339	2,530	2,710	2,156	1,651	مجموع الأصول غير المتداولة
<b>6,415</b>	<b>6,083</b>	<b>5,777</b>	<b>5,505</b>	<b>4,552</b>	<b>4,568</b>	<b>4,497</b>	<b>4,031</b>	<b>3,545</b>	<b>مجموع الأصول</b>
									<b>حقوق الملكية والالتزامات</b>
1,345	1,306	1,276	1,238	1,394	1,366	534	531	456	ذمم دائنة تجارية
106	106	106	106	106	106	19	14	20	مخصصات الزكاة
118	118	118	118	118	118	1,065	1,560	1,275	أخرى
<b>1,570</b>	<b>1,530</b>	<b>1,500</b>	<b>1,462</b>	<b>1,618</b>	<b>1,590</b>	<b>1,618</b>	<b>2,104</b>	<b>1,752</b>	<b>مجموع الالتزامات المتداولة</b>
1,952	2,020	2,090	2,162	1,202	1,380	1,374	812	576	التزامات عقود الإيجار
140	140	140	140	280	414	409	125	104	أخرى
2,092	2,160	2,230	2,302	1,482	1,794	1,783	938	680	مجموع الالتزامات غير المتداولة
<b>3,662</b>	<b>3,690</b>	<b>3,730</b>	<b>3,765</b>	<b>3,100</b>	<b>3,384</b>	<b>3,402</b>	<b>3,042</b>	<b>2,432</b>	<b>مجموع الالتزامات</b>
850	850	850	850	850	850	850	850	10	رأس المال
59	59	59	59	59	59	59	29	5	احتياطي نظامي
1,896	1,535	1,190	882	595	327	249	71	994	أرباح مبقاة
(52)	(52)	(52)	(52)	(52)	(52)	(64)	39	104	أخرى
<b>6,415</b>	<b>6,083</b>	<b>5,777</b>	<b>5,505</b>	<b>4,552</b>	<b>4,568</b>	<b>4,497</b>	<b>4,031</b>	<b>3,545</b>	<b>مجموع حقوق الملكية و الالتزامات</b>

المصدر: بيانات الشركة، الرياض المالية \*متوقعة

## تصنيف السهم

غير مُصنّف	بيع	حياد	شراء
تحت المراجعة/ مقيد	إجمالي العوائد المتوقعة أقل من -15%	إجمالي العوائد المتوقعة بين -15% و 15%	إجمالي العوائد المتوقعة أكبر من 15%

\* تعتبر نسب العوائد تقديرية، حيث تعتمد التوصيات على عوامل أخرى أيضاً

لبدء أي ملحوظات على أي من تقاريرنا، نرجو التواصل من خلال [research@riyadcapital.com](mailto:research@riyadcapital.com)

## بيان إخلاء المسؤولية

الرياض المالية شركة مساهمة مغلقة. رأس المال المدفوع 500 مليون ريال سعودي تعمل بموجب ترخيص من هيئة السوق المالية برقم (07070-37) وسجل تجاري رقم 1010239234. الإدارة العامة: واحة غرناطة 2414 حي الشهداء، الوحدة رقم 69 الرياض 13241-7279، المملكة العربية السعودية. الهاتف: 920012299.

قد تتعامل الرياض المالية مع الشركة وتتلقي تعويضات من الشركة مقابل الخدمات المقدمة إليها. قد تقوم الرياض المالية بدور المستشار أو متعهد التغطية فيما يتعلق بالطرح المقترح للأوراق المالية من قبل الشركة. تم تقديم هذا المستند إليك لمعلوماتك فقط ولا يجوز إعادة إنتاجه أو إعادة توزيعه أو نقله إلى أي شخص آخر. لا يجوز توزيع هذه الوثيقة بشكل مباشر أو غير مباشر على أي سلطة قضائية حيث يكون القيام بذلك غير قانوني.

تم جمع المعلومات الواردة في هذا التقرير بحسن نية من مصادر عامة مختلفة يعتقد بأنها موثوق بها. في حين اتخذت كل العناية المعقولة لضمان أن الوقائع الواردة في هذا التقرير هي دقيقة وأن التوقعات والآراء والتنبؤات الواردة في هذه الوثيقة هي عادلة ومعقولة، ومع ذلك فإن الرياض المالية لا تضمن دقة البيانات والمعلومات المقدمة، وعلى وجه الخصوص، الرياض المالية لا تتعهد أن المعلومات الواردة في هذا التقرير هي كاملة أو خالية من أي خطأ. هذا التقرير ليس، وليس المقصود به أن يفسر على أنه، عرض للبيع أو تقديم عرض لشراء أية أوراق مالية، وبناءً عليه، فإنه يجب عدم الاعتماد على دقة، و/أو عدالة، و/أو اكتمال المعلومات التي يحتوي عليها هذا التقرير. الرياض المالية تخلي مسؤوليتها ولا تقبل أي التزام عن أي خسارة ناجمة عن أي استخدام لهذا التقرير أو محتوياته، ولن تكون الرياض المالية مسؤولة ولن يكون أي من منسوبي الرياض المالية من مدراء، ومسؤولين، وموظفين مسؤولين في أي حال من الأحوال عن محتويات هذا التقرير. الرياض المالية أو موظفيها أو أحد أو أكثر من الشركات التابعة أو عملائها قد يكون لهم استثمارات في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى المشار إليها في هذا التقرير. الآراء والتنبؤات والتوقعات الواردة في هذا التقرير تمثل الآراء الحالية لشركة الرياض المالية كما في تاريخ هذا التقرير فقط وبالتالي فهي عرضة للتغيير دون إشعار. ليس هنالك أي ضمان بأن النتائج أو الأحداث المستقبلية سوف تكون متسقة مع أية آراء أو تنبؤات أو توقعات واردة في هذا التقرير، وما ورد في التقرير يمثل نتيجة محتملة فقط. كما أن هذه الآراء، والتنبؤات والتوقعات تخضع لبعض المخاطر وعدم التأكد والافتراضات التي لم يتم التحقق منها والنتائج أو الأحداث الفعلية في المستقبل قد تختلف بشكل كلي. القيمة لأي، أو الدخل من أي، من الاستثمارات المشار إليها في هذا التقرير قد تتقلب و/أو تتأثر بالتغيرات. الأداء السابق ليس بالضرورة مؤشراً للأداء المستقبلي. وفقاً لذلك، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على ناتج أقل من المبلغ المستثمر في الأصل. هذا التقرير يقدم معلومات ذات طابع عام ولا يعتبر ظروف، وأهداف، ومستوى المخاطرة لأي مستثمر معين. ولذلك، فإنه لا يقصد بهذا التقرير تقديم مشورة في مجال الاستثمار ولا يأخذ بعين الاعتبار الوضع المالي الخاص و/أو الأهداف الاستثمارية الخاصة و/أو الاحتياجات الخاصة بالقارئ. قبل اتخاذ أي قرار بخصوص الاستثمار يجب على القارئ الحصول على المشورة المستقلة من ذوي الخبرة في المجالات المالية والقانونية و/أو أي مستشارين آخرين حسب الضرورة نظراً لأن الاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية قد لا يكون ملائماً لجميع الأشخاص. لا يحق نسخ أو توزيع هذا التقرير البحثي، كلياً أو جزئياً، وجميع المعلومات والآراء والتنبؤات والتوقعات الواردة فيه محمية بموجب القواعد ولوائح حقوق الطبع والنشر.