

## بداية جيدة لعام 2019، ولكن الاضمحلال أثر على الأرباح

أعلنت شركة مستشفى كيلوباترا (CLHO) نتائج جيدة بالربع الأول 2019 مع ارتفاع عدد المرضى التي قدمت لهم الشركة خدماتها ارتفاعاً طفيفاً إلى 235,544 حالة. وحققت الإيرادات نمواً من رقمين على أساس سنوي، مدعومة بارتفاع الأسعار، وتحسّن الهوامش بشكل كبير. وعلى الرغم من ذلك تأثر صافي الربح بسبب ارتفاع مصروفات الاضمحلال غير المتكررة. خطة التوسع تسير قدماً مع إنضمام مستشفى من اثنتين كان من المتوقع انضمامهما إلى المجموعة، وكذلك الأمر بالنسبة لأول المركزين الطبيين المخطط لانضمامهما خلال 2019.

• **شهدت الإيرادات نمواً صحياً على خلفية تحسّن مزيجها؛ مصروفات الاضمحلال أثرت في صافي الربح:** أعلنت CLHO عن نتائجها المالية للربع الأول 2019، حيث أظهرت الإيرادات ارتفاعاً بنسبة 20% على أساس سنوي (+6% على أساس ربع سنوي) إلى 416 مليون جم (21% من تقديراتنا لعام 2019 البالغة 1.99 مليار جم) كما ارتفع صافي الربح بنسبة طفيفة بلغت 0.4% على أساس سنوي (-36% على أساس ربع سنوي) إلى 54 مليون جم (13% من تقديراتنا لعام 2019 البالغة 402 مليون جم). نلاحظ أن صافي ربح الشركة تأثر بتسجيل مصروفات اضمحلال بقيمة 31.7 مليون جم في الربع الأول 2019 (+273% على أساس سنوي) ويرجع ارتفاع مصروفات الاضمحلال إلى عمليات معلقة مع بعض شركات التأمين الصحي التي تتعامل معها الشركة خلال عامي 2016 و2017. ووفقاً للإدارة فإن ذلك يرجع إلى استراتيجيتها الرامية إلى تحسين قاعدة عملائها واستبعاد العملاء ذوي التصنيف الائتماني الضعيف، الأمر الذي نعتقد أنه سيسهم في تحسين عملية تحصيل مستحقات الشركة في المستقبل. تراجعت مصروفات الفوائد بشكل كبير بنسبة 74% على أساس سنوي لتصل إلى 3.2 مليون جم كنتيجة للسداد المعجل لديون الشركة. باستبعاد الاضمحلال، كان سيرتفع صافي الربح بنسبة 38% على أساس سنوي إلى 85 مليون جم. وفي الوقت نفسه، ارتفع هامش مجمل الربح بالربع الأول 2019 إلى 37.1% (+325 نقطة أساس على أساس سنوي) مع ارتفاع تكاليف التشغيل إلى 262 مليون جم (+14% على أساس سنوي). كما زاد هامش الربح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك المعدل على أساس سنوي بمقدار 339 نقطة أساس ليصل إلى 30.1%، بينما تقلص هامش صافي الربح بمقدار 249 نقطة أساس إلى 12.9% (+269 نقطة أساس على أساس سنوي إذا استبعدنا الاضمحلال).

• **نمو الإيرادات كان مدعوماً بنسبة كبيرة من ارتفاع أسعار الخدمات المقدمة:** كان نمو الإيرادات على أساس سنوي في الربع الأول 2019 مدعوماً إلى حد كبير بارتفاع الأسعار في جميع قطاعات الأعمال الخمس الرئيسية للربع الثاني على التوالي بالتزامن مع استراتيجية الإدارة لتطبيق زيادات متغيرة في أسعار الخدمات. نمت إيرادات الحالات المُقيمة لكل مريض بنسبة 22% على أساس سنوي إلى 8,677 جم، والعيادات الخارجية +4% إلى 317 جم والإيرادات لكل عملية جراحية +23% إلى 9,374 جم، وإيرادات غرف الطوارئ لكل زيارة +12% إلى 278 جم، وإيرادات قسطة القلب +17% إلى 32,021 جم.

### المحلل

أحمد عبد النبي

نائب مدير إدارة الأبحاث

[ahmedabdelnaby@shuaasecurities.com](mailto:ahmedabdelnaby@shuaasecurities.com)

+202 2673 5993

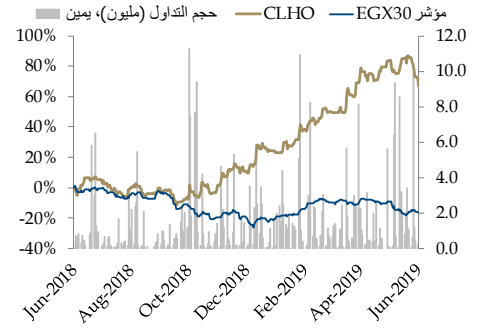
### الترجمة

محمد أبو مليح

محرر مالي أول

[mabomaleeh@shuaasecurities.com](mailto:mabomaleeh@shuaasecurities.com)

### البيانات والرسم البياني للسهم



آخر سعر (جم)  
أعلى وأقل سعر للسهم خلال 52 أسبوع (جم)  
المتوسط اليومي لقيم التداول لآخر 6 شهور (مليون جم)  
القيمة السوقية (مليون جم)  
عدد الأسهم المصدر (مليون) / التداول الحر

### الملخص المالي

| البيانات بالمليون جم باستثناء بيانات السهم | 2016ف | 2017ف | 2018ف | 2019م | 2020م   | 2021م   |
|--|-------|-------|-------|-------|---------|---------|
| الإيرادات                                  | 864   | 1,127 | 1,456 | 1,992 | 2,579   | 3,484   |
| EBITDA                                     | 174   | 213   | 363   | 503   | 714     | 987     |
| صافي الدخل                                 | 76    | 106   | 295   | 402   | 534     | 752     |
| معدل نمو الإيرادات (%)                     | 110%  | 30%   | 29%   | 37%   | 29%     | 35%     |
| معدل نمو EBITDA (%)                        | 66%   | 23%   | 70%   | 39%   | 42%     | 38%     |
| معدل نمو صافي الدخل (%)                    | 14%   | 38%   | 179%  | 36%   | 33%     | 41%     |
| هامش EBITDA                                | 20.1% | 18.9% | 24.9% | 25.3% | 27.7%   | 28.3%   |
| هامش صافي الربح                            | 8.8%  | 9.4%  | 20.3% | 20.2% | 20.7%   | 21.6%   |
| صافي الديون (التقدي)                       | (61)  | (655) | (858) | (903) | (1,179) | (1,747) |
| نصيب السهم من الأرباح (جم)                 | 0.5   | 0.5   | 0.2   | 0.3   | 0.3     | 0.5     |
| القيمة الدفترية للسهم (جم)                 | 2.8   | 0.8   | 1.0   | 1.2   | 1.6     | 1.9     |
| نصيب السهم من التوزيعات (جم)               | -     | -     | -     | -     | 0.1     | 0.2     |
| العائد على متوسط حقوق الملكية (%)          | 18%   | 10%   | 19%   | 21%   | 23%     | 26%     |
| العائد على متوسط الأصول (%)                | 7%    | 5%    | 12%   | 15%   | 16%     | 19%     |
| مضاعف الربحية (مرة)                        | 4.7x  | 9.5x  | 25.0x | 24.9x | 18.7x   | 13.3x   |
| مضاعف القيمة الدفترية (مرة)                | 0.9x  | 5.8x  | 4.6x  | 5.0x  | 4.0x    | 3.3x    |
| مضاعف قيمة المنشأة/ EBITDA (مرة)           | 2.5x  | 33.4x | 17.9x | 18.1x | 12.3x   | 8.4x    |
| العائد على السهم (%)                       | -     | -     | -     | -     | 2.0%    | 2.8%    |

المصدر: تقارير الشركة، شعاع لتداول الأوراق المالية - مصر.

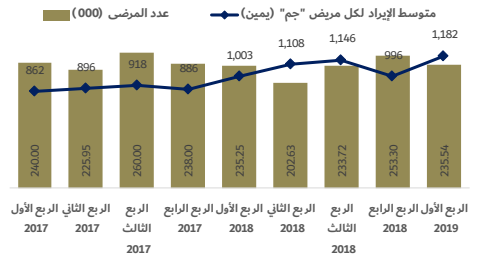
• **نمو عدد المرضى كان ذو نمط مختلف بين القطاعات المختلفة:** على مستوى عدد المرضى، كانت كل من القسطرة (+10% على أساس سنوي إلى 1,122) ومرضى العيادات الخارجية (+4% على أساس سنوي إلى 163,066 زيارة) هما القطاعان الوحيدان اللذان أظهرتا زيادة في عدد المرضى، بينما كانت الحالات المقيمة (-2% على أساس سنوي إلى 11,951) وحالات غرف الطوارئ (-8% على أساس سنوي إلى 60,527 زيارة) قد شهدت انخفاصاً، في حين كان عدد العمليات الجراحية (-0.2% على أساس سنوي إلى 8,747) مستقراً تقريباً. استناداً إلى هذه القطاعات الخمس الرئيسية، ارتفع متوسط الإيراد لكل مريض بنسبة 18% على أساس سنوي (+12% على أساس ربع سنوي) إلى 1,182 جم في الربع الأول 2019، مما أدى إلى تعويض النمو الطفيف في إجمالي عدد الحالات التي تم تقديم الخدمة لها (+0.1% على أساس سنوي إلى 235,544). يوضح الجدول في الصفحة التالية نمو الإيرادات والمساهمة حسب القطاع. بينما توضح الرسوم البيانية على اليمين عدد المرضى واتجاهات الأسعار لكل قطاع.

• **الجديد في خطة التوسعات:** خلال الربع الأول 2019 قامت إدارة CLHO بالانتهاه من بعض أجزاء خطة التوسعات التي تعمل عليها كالتالي:

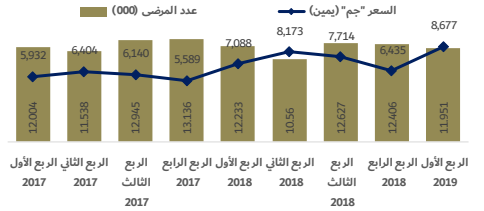
1. **مستشفى كوينز:** تم إضافة العمليات رسمياً إلى المجموعة التي ستضيف 50 سريراً إلى الطاقة الاستيعابية للمجموعة مع خطة لإضافة المزيد من التخصصات الطبية إلى المستشفى في المستقبل (حالياً المستشفى متخصصة في أمراض النساء والتوليد فقط).
2. **مستشفى بني سويف:** والتي ستكون أول توسع للشركة خارج القاهرة والتي من المنتظر أن تضيف 150 سريراً وخمس غرف عمليات للطاقة الاستيعابية للمجموعة. ستقوم CLHO بإنشاء شركة بالشراكة مع شركة تعليم (جامعة النهضة) لبناء وتشغيل المستشفى، وستكون حصة الأغلبية مملوكة لشركة CLHO. تم الاتفاق على التصاميم الأولية وستعمل CLHO في الأشهر المقبلة على توقيع عقد المشروع.
3. **المراكز الطبية:** تم افتتاح المركز الأول بالقاهرة الجديدة في منتصف فبراير 2019 والذي شهد تدفق قوي للمرضى ومعدلات استغلال جيدة، لكن الإدارة لم تقم بتجميعها في نتائج الربع الأول من عام 2019. بالنسبة للمركز الثاني في غرب القاهرة، تم الانتهاء من جميع أعمال الإنشاء، وحالياً تختار الإدارة الاستشاريين الذين سيقدمون الخدمات الطبية. سيتم تجميع نتائج كلا المركزين في نتائج الربع الثاني من عام 2019.
4. **مستشفى الكاتب،** وهي عملية الاستحواذ، التي ستضيف 100 سرير إلى الطاقة الاستيعابية للمجموعة، لا تزال في مرحلة الاستحواذ على الأنشطة التشغيلية (تم الاستحواذ على الأصول العقارية للمستشفى في ديسمبر 2018).

• **الإبقاء على أعلى تصنيفنا عند مُحايد/ مخاطرة منخفضة:** مع النتائج المعلنة والتي جاءت بدون مفاجآت كبيرة على المستوى التشغيلي مقارنة بتوقعاتنا، بُقي على تصنيفنا عند مُحايد / مخاطرة منخفضة، مع سعر مستهدف خلال 12 شهراً عند 6.78 جم لهم، بعائد متوقع يبلغ 8.5% بناء على إغلاق أمس.

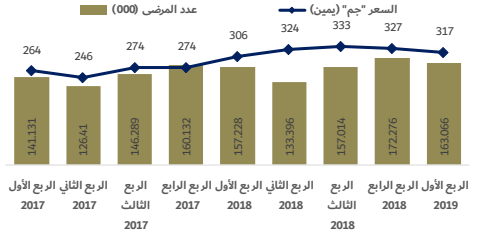
**عدد المرضى ومتوسط الإيراد لكل مريض**



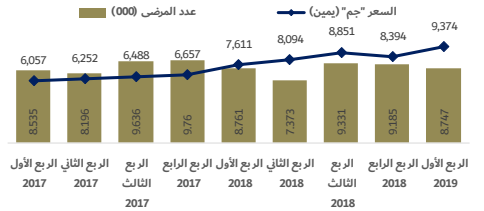
**الحالات المقيمة**



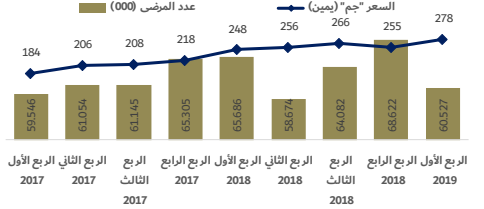
**العيادات الخارجية**



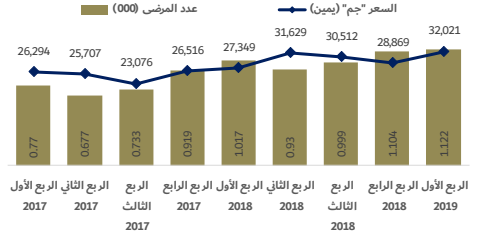
**العمليات الجراحية**



**غرف الطوارئ**



**قسطرة القلب**



المصدر: تقارير الشركة، شعاع لتداول الأوراق المالية - مصر.

**ملخص النتائج**

| التغير السنوي | الربع الأول 2018 | التغير الربعي | الربع الرابع 2018 | الربع الأول 2019 | جم مليون                       |
|---------------|------------------|---------------|-------------------|------------------|--------------------------------|
| 20%           | 86.71            | 30%           | 79.83             | 103.70           | الحالات المقيمة (جم مليون)     |
| 0%            | 25%              | 0%            | 20%               | 25%              | كنسبة من إجمالي الإيرادات      |
| 23%           | 66.68            | 6%            | 77.10             | 81.99            | العمليات الجراحية (جم مليون)   |
| 0%            | 19%              | 0%            | 20%               | 20%              | كنسبة من إجمالي الإيرادات      |
| 8%            | 48.11            | -8%           | 56.33             | 51.74            | العيادات الجراحية (جم مليون)   |
| 0%            | 14%              | 0%            | 14%               | 12%              | كنسبة من إجمالي الإيرادات      |
| 3%            | 16.29            | -4%           | 17.50             | 16.83            | إيرادات غرف الطوارئ (جم مليون) |
| 0%            | 5%               | 0%            | 4%                | 4%               | كنسبة من إجمالي الإيرادات      |
| 29%           | 27.81            | 13%           | 31.87             | 35.93            | إيرادات قسطة القلب (جم مليون)  |
| 0%            | 8%               | 0%            | 8%                | 9%               | كنسبة من إجمالي الإيرادات      |
| 24%           | 101.61           | -4%           | 131.39            | 125.81           | الإيرادات الأخرى (جم مليون)    |
| 0%            | 29%              | 0%            | 33%               | 30%              | كنسبة من إجمالي الإيرادات      |
| <b>20%</b>    | <b>347</b>       | <b>6%</b>     | <b>394</b>        | <b>416</b>       | <b>إجمالي الإيرادات</b>        |
| 14%           | (230)            | 7%            | (246)             | (262)            | تكاليف التشغيل                 |
| <b>31%</b>    | <b>117</b>       | <b>4%</b>     | <b>149</b>        | <b>154</b>       | <b>مجمل الربح</b>              |
| 325 bps       | 34%              | -63 bps       | 38%               | 37%              | هامش مجمل الربح                |
| <b>35%</b>    | <b>93</b>        | <b>3%</b>     | <b>122</b>        | <b>125</b>       | <b>EBITDA المعدل*</b>          |
| 339 bps       | 27%              | -74 bps       | 31%               | 30%              | هامش EBITDA المعدل*            |
| <b>0.4%</b>   | <b>53</b>        | <b>-36%</b>   | <b>84</b>         | <b>54</b>        | <b>صافي الربح</b>              |
| -249 bps      | 15%              | -846 bps      | 21%               | 13%              | هامش صافي الربح                |

\* صافي الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك بعد استبعاد أثر الإضمحلال والمخصصات ومصروفات الإستحواذ.  
 المصدر: تقارير الشركة، شعاع لتداول الأوراق المالية - مصر.

## ملحق الإفصاحات

**المنهجية:** تعكف خلال إعدادنا أي من تصنيفات الاستثمار والمخاطر على استغلال وتوظيف جميع المعلومات المتوفرة بشتى المصادر المتاحة للاستخدام العام وذلك بهدف تكوين رؤية صائبة ورشيده بشأن نموذج الأعمال الخاص بالشركة محل التقييم ومن ثم التوصل إلى قيمتها الجوهرية وذلك بالاستعانة بأحد أساليب التقييم أو أكثر. وبأني تقييماً بناءً على تقييم العوامل التي نرى إنها ذات أهمية للشركة والتي تتضمن، ولا تقتصر على، المؤشرات المتعلقة بالاقتصاد الكلي، والقطاع، والخاصة بالشركة.

**تصنيف الاستثمار:** نحن نأخذ بعين الاعتبار نموذج الأعمال الخاص بالشركة محل التقييم مع الاستعانة بنماذج التقييم التالية: (1) نموذج الدخل، (2) نموذج قائم على الأسواق، (3) نموذج قائم على الأصول، بالإضافة إلى /أو (4) نموذج مجموع الأجزاء. وفي حالات معينة، عندما لا يكون لدينا النموذج المالي ونموذج التقييم الخاص بنا، فإننا قد نعتمد على تصنيف أو رؤية إجماع المحللين بالسوق، ونحن نعتمد على ثلاثة تصنيفات أو توصيات استثمارية لجميع الشركات المغطاة (وهي زيادة الوزن النسبي / محايد / تخفيض الوزن النسبي)، وذلك اعتماداً على إجمالي العائد المتوقع للورقة المالية (العائد السعري + العائد من التوزيعات النقدية) على مدار فترة استثمارية ممتدة لمدة 12 شهر وذلك مقارنة بمعدل العائد المطلوب على الورقة المالية كما هو محسوب باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية آخذين في الاعتبار نموذج تصنيف المخاطر الخاص بنا لتلك الورقة المالية. يرجى الاطلاع على المعلومات أدناه لمعرفة المزيد من المعلومات عن نموذج تصنيف المخاطر الخاص بنا. وننوه إلى أن ما نحدده من قيم عادلة للأسهم يخضع للتقييم الشخصي وترجيحات المحللين ونستهدف تحديد القيمة العادلة للسهم خلال 12 شهر من تاريخ التغطية. ويُعد ما نحدده من تصنيفات استثمارية/قيم عادلة صالحاً لمدة ثلاثة شهور بحد أقصى منذ تاريخ إصدارها.

**تصنيف المخاطر:** نقوم بتقييم نموذج المخاطر الخاص بكل شركة محل التقييم /ورقة مالية تحت التغطية من خلال أحد تصنيفات المخاطر التالية (مرتفعة / متوسطة / منخفضة). ويتم استنتاج نموذج تقييم المخاطر من خلال إعطاء وزن نسبي لجوانب عديدة متعلقة بـ (1) القطاع، (2) الشركة محل التغطية، و(3) الورقة المالية والتذبذب الخاص بها في السوق، وتجدر الإشارة إلى أن نموذج تقييم المخاطر يعتبر صالحاً لمدة ثلاثة شهور بحد أقصى منذ تاريخ إصداره.

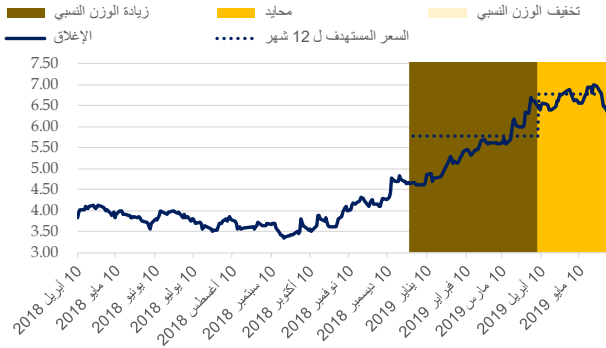
## شهادة المحلل

أقر (نقر) أنا، **أحمد عبد النبي**، نائب مدير إدارة البحوث، المُعين من قبل شركة شعاع للأوراق المالية مصر ومُعد هذا التقرير بأن جميع وجهات النظر المعروضة في هذا التقرير تعكس بدقة رؤيتي (رؤيتنا) عن الشركة (الشركات) محل التقييم أو الورقة المالية (الأوراق المالية) محل التقييم. وأقر (نقر) أيضاً بأنه (بأننا) لم يتم تعويض (تعويضنا) بصورة مباشرة أو غير مباشرة عن تلك الرؤية (الرؤى) والتوصية (التوصيات) الاستثمارية المعروضة في هذا التقرير. وأقر (نقر) كذلك بأنني (نحن) وعائلتي (عائلاتنا) لا نملك أو تتداول أي أسهم في الشركة محل التقييم.

## شهادة رئيس وحدة الأبحاث

أقر أنا، **عمرو حسين الألفي**، رئيس وحدة الأبحاث بشركة شعاع للأوراق المالية مصر، بأنني قمت بفحص جميع المعلومات والآراء المُعرب عنها من خلال المحلل (المحللين) في هذا التقرير البحثي عن الشركة (الشركات) أو السهم (الأسهم) محل التقييم. وأقر أيضاً بأن المحلل (المحللين) المسئول (المسئولين) عن إعداد هذا التقرير لم يحصل (يحصلوا) على أي تعويض مرتبط ارتباطاً مباشراً بمحتوي هذا التقرير.

## تاريخ تصنيف الاستثمار والسعر المستهدف



### تاريخ التصنيف

| من                 | إلى                | التاريخ        | المحلل         |
|--------------------|--------------------|----------------|----------------|
| غير مغطى           | زيادة الوزن النسبي | 30 ديسمبر 2018 | أحمد عبد النبي |
| زيادة الوزن النسبي | محايد              | 8 أبريل 2019   | أحمد عبد النبي |

### تاريخ السعر المستهدف

| من      | إلى  | التاريخ        | المحلل         |
|---------|------|----------------|----------------|
| لا يوجد | 5.78 | 30 ديسمبر 2018 | أحمد عبد النبي |
| 5.78    | 6.78 | 8 أبريل 2019   | أحمد عبد النبي |

## ملف العائد مقابل المخاطر

| تصنيف الاستثمار   |   |  | إذا كان العائد الكلي | تصنيف المخاطر |
|---|---|--|----------------------|---------------|
| تخفيض الوزن النسبي  | محايد   | زيادة الوزن النسبي                           |                      |               |
| أقل من 20% من معدل العائد على حقوق الملكية                                    | بين معدل العائد المطلوب على حقوق الملكية و20% | أعلى من معدل العائد المطلوب على حقوق الملكية | منخفضة               |               |
| أقل من 40% من معدل العائد على حقوق الملكية                                    | بين معدل العائد المطلوب على حقوق الملكية و40% | أعلى من معدل العائد المطلوب على حقوق الملكية | متوسطة               |               |
| أقل من 60% من معدل العائد على حقوق الملكية                                    | بين معدل العائد المطلوب على حقوق الملكية و60% | أعلى من معدل العائد المطلوب على حقوق الملكية | مرتفعة               |               |
| في حالة عدم نشر تصنيف للسهم بسبب بعض الظروف المرتبطة بالشركة (أي حالات خاصة)  |   |  | غير مصنف (NR)        |               |
| في حالة عدم تغطية السهم أو وجود ظروف قانونية أو تنظيمية تمنعنا من تغطية السهم |   |  | غير مغطى (NC)        |               |

## بيانات الاتصال

① 16331 (202)+

✦ 143 منطقة البنوك بالتجمع الخامس،  
القاهرة الجديدة، مبنى بنك أبوظبي الأول (الدور السادس)  
مصر، القاهرة

## إخلاء المسؤولية

تم إعداد محتويات هذا التقرير من قبل شركة شعاع لتداول الأوراق المالية - مصر لأغراض المعرفة فقط ولا يمكن اعتباره أو تفسير محتويات التقرير على أنها عروض للشراء والبيع أو تحريض على انتهاز عروض شراء أو بيع أو المشاركة في أية أعمال استثمارية أو إدارة استثمارات أو خدمات استشارية. وقد قامت شعاع لتداول الأوراق المالية - مصر بإعداد المعلومات والآراء الواردة بهذا التقرير بناءً على مصادر يعتقد أنها ذات مصداقية، علماً بأنه لا يمكن للشركة ضمان دقة أو صلاحية أو اكتمال هذه البيانات كما لا يقع عليها أية مسؤولية حيال استخدام أي شخص أو جهة هذه المعلومات في أغراض معينة. وعلى هذه الخلفية، لا تكون شركة شعاع لتداول الأوراق المالية - مصر أو إدارتها التابعة أو موظفوها أو وكلاؤها أو شركاتها التابعة مسؤولة عن اكتمال أو وضوح المعلومات أو الآراء المتاحة بالتقرير، كما لا تقع عليها أية مسؤولية تجاه أية معلومات أخرى يتم إتاحتها بصورة مكتوبة أو شفوية لأي من الأطراف ذات العلاقة أو الجهات الاستشارية. ويحق لشركة شعاع لتداول الأوراق المالية - مصر تغيير الآراء التي تم التعبير عنها في هذا التقرير دون إخطار مسبق. ولا يجوز إعادة نشر أو تمرير هذا التقرير بدون الحصول على موافقة كتابية مسبقة من شركة شعاع لتداول الأوراق المالية - مصر، علماً بأن الشركة تخضع لقوانين وضوابط الهيئة العامة للرقابة المالية بترخيص رقم 91.

## جهة إصدار التقرير

شركة شعاع لتداول الأوراق المالية - مصر

الموقع الإلكتروني: [www.shuaasecurities.com](http://www.shuaasecurities.com)

## حقوق النشر

حقوق النشر © 2019 جميع الحقوق محفوظة لشركة شعاع للأوراق المالية مصر. لا يجوز إعادة توزيع أو نسخ أو تخزين جزء أو مقتطفات من هذا التقرير من خلال أي من نظم تخزين واسترجاع المعلومات أو نقلها بأي شكل من الأشكال أو بالاستعانة بأي من الوسائل الإلكترونية أو الميكانيكية أو آلات النسخ أو التسجيل أو أية أدوات مماثلة وذلك قبل الحصول على موافقة كتابية مسبقة من شركة شعاع للأوراق المالية مصر.