

السعر المستهدف: 178 ريال/السهم

السعر الحالي: 165.8 ريال/السهم

نسبة التغيير: 7% (عائد التوزيعات: 2.1%)

التوصية: محايد

شركة مصنع مجموع للأدوية (مجموع فارما)

نبقى متفائلين على الشركة رغم النتائج الأقل من تقديراتنا

- ارتفعت أرباح الربع الثالث بنسبة 23% على أساس سنوي بفضل ارتفاع الإيرادات وكفاءة التشغيل، على الرغم من الضغوط على هامش إجمالي الربح بسبب مشاكل سلاسل الإمداد.
- نبقى متفائلين بشأن آفاق النمو على المدى المتوسط مع معدل نمو سنوي مركب للأرباح بنسبة 20% خلال 2023-2026م.
- وبعد تحريل تقييمنا لعام قادم، قمنا برفع السعر المستهدف للسهم إلى 178 ريال للسهم (من 164 ريال سابقاً) باستخدام كل من تقييم خصم التدفقات النقدية وتقييم مكرر الربحية، وتعديل توصيتنا إلى الحياد.

نتائج الربع الثالث لعام 24: أعلنت مجموع عن إيرادات الربع الثالث بقيمة 328 مليون ريال (بزيادة 12% على أساس سنوي)، أقل من تقديراتنا بنحو 5.6%، ويرجع ذلك على الأرجح إلى حجم المبيعات الأقل من المتوقع. وبلغ هامش الربح الإجمالي 59.3% مقارنة بتقديرنا عند 63%، متأثراً ب (أ) التغيير في المنتج والمزيج الجغرافي، و (ب) ارتفاع تكاليف المواد الأولية، و (ج) ارتفاع التكاليف المتعلقة بالإنتاج في المصانع الجديدة و (د) احتمالية مساهمة أعمال المناقصات بشكل أعلى. من ناحية أخرى، كانت نسبة النفقات التشغيلية إلى المبيعات البالغة 30% هي الأدنى في تاريخ الشركة، نتيجة للكفاءات التشغيلية وغياب تكاليف ما قبل التشغيل المرتبطة بالمنشأة في مصر. وكذلك واصل المشروع المشترك في الجزائر زيادة الإنتاج، حيث ساهم بمبلغ 7.1 مليون ريال خلال الربع. ونتيجة لذلك، بلغ صافي الدخل للرفع 95 مليون ريال (بزيادة 23% على أساس سنوي)، على الرغم من أنه كان أقل قليلاً من تقديراتنا ومتوسط التوقعات.

ارتفاع معدلات التشغيل يعكس في نمو متوقع لحجم الإنتاج مكون من خانتين في 2024-25م: نما إجمالي إنتاج مجموع بنسبة 22.7% على أساس سنوي لـ 9 أشهر الأولى من عام 24 إلى 129.7 مليون وحدة من المصانع الثلاثة مع مساهمة مصنع جدة الرئيسي بحوالي 84% من إجمالي الإنتاج (مستوى إنتاج يقارب طاقة الإنتاج القصوى). كما واصلت المنشأة في مصر زيادة إنتاجها، حيث أنتجت 9 ملايين وحدة في الربع الثالث (مقارنة بـ 5 ملايين وحدة في الربع الثاني). ومع ذلك، لا يزال الإنتاج في منشأة جدة للمستحضرات المعقمة محدوداً بسبب عدم اكتمال التراخيص، حيث بلغ إجمالي الإنتاج 2.6 مليون وحدة (أي 14% من الطاقة الإنتاجية). تتوقع الشركة الحصول على التراخيص اللازمة بحلول الربع الأول/الثاني من عام 2025، مع تسارع معدلات التشغيل بشكل أعلى مقارنة بالمنشأة في مصر. ومن الجدير بالذكر أن الشركة لديها المرونة لزيادة الطاقة الإنتاجية في منشأة مصر من 52 مليون إلى 60 مليون وحدة. ومع ذلك، وعلى أساس متحفظ، نتوقع أن يصل إجمالي الإنتاج إلى 173 مليون وحدة (+19% على أساس سنوي) 2024م، ومن المتوقع أن يرتفع إلى 197 مليون وحدة (+14% على أساس سنوي) بحلول عام 2025م، مدفوعاً بتحسين معدلات التشغيل، تحديداً منشأة مصر ومنشأة جدة للمستحضرات المعقمة مع وجود طلب قوي، مما يعكس في نمو الإيرادات بمعدل سنوي مركب عند ~16% خلال 2023-2026م.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

| (مليون ريال سعودي) | 2023 | 2024 | 2025 م | 2026 م |
|------------------------|-------|-------|--------|--------|
| الإيرادات | 1,101 | 1,307 | 1,513 | 1,716 |
| معدل نمو الإيرادات | 20% | 19% | 16% | 13% |
| إجمالي الربح | 704 | 810 | 941 | 1,070 |
| هامش إجمالي الربح | 64% | 62% | 62% | 62% |
| EBITDA | 344 | 427 | 481 | 549 |
| الربح التشغيلي | 313 | 379 | 444 | 511 |
| صافي الربح | 292 | 363 | 444 | 507 |
| هامش الربح | 27% | 28% | 29% | 30% |
| صافي الربح المعدل | 294 | 383 | 444 | 507 |
| ربحية السهم (ريال) | 4.2 | 5.2 | 6.3 | 7.2 |
| التوزيعات السهم (ريال) | 2.5 | 3.1 | 3.5 | 4.0 |
| مكرر الربحية | 39.7x | 32.1x | 26.3x | 23.0x |

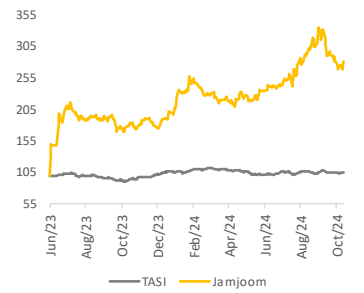
المصدر: بيانات الشركة، جي إي بي كابيتال * معدل بإضافة خسائر العملات الأجنبية

بيانات السهم

| | |
|--------------------------------------|--------|
| رمز الشركة | 4015 |
| القيمة السوقية للشركة (مليون ريال) | 11,606 |
| 3 ش. متوسط قيمة التداول (مليون ريال) | 44.2 |
| نسبة الاسهم الحرة | 39.1% |
| نسبة المستثمرين الأجانب | 6.8% |
| حجم الاسهم الحرة في تاسي | 0.20% |

المصدر: بلومبيرغ

مؤشر تاسي مقابل مؤشر مجموع



المصدر: بلومبيرغ

Ahmed Almutawah

+966-11-834 8498

ahmed.almutawah@gibcapital.com

استقرار الهوامش في الفترات القادمة: شهدت مجموع ضغوطا على هامش الربح الإجمالي هذا العام، ويعود ذلك بشكل أساسي إلى زيادة في تكاليف المواد الأولية (التي تمثل أكثر من 60% من إجمالي تكلفة المبيعات) التي نجمت عن ارتفاع تكاليف الشحن وسط اضطرابات سلاسل الإمداد في البحر الأحمر والاعتراف بتكاليف إنتاج أعلى بعد التشغيل التجاري للمنشآت الجديدة. وفقا لذلك، نتوقع أن ينخفض هامش إجمالي الربح إلى ~ 62% لعام 2024م (مقارنة بمتوسط تاريخي بنحو 64%). ومع ذلك، مع عودة تكاليف الشحن إلى مستوياتها الطبيعية (انخفضت بنسبة 36% في أكتوبر مقارنة بالربع الثالث لعام 2024) والزيادة المتوقعة في إنتاج المصانع الجديدة في الفترات القادمة، نتوقع أن يتحسن هامش الربح الإجمالي تدريجيا بعد ذلك بدعم من اقتصاديات الحجم. هذا، إلى جانب التحسن في الكفاءات التشغيلية وارتفاع الدخل من مشروعها المشترك في الجزائر (بدأ الإنتاج في الربع الثاني لعام 2024 مع توقع انعكاسه على كامل العام 2025)، مما يؤدي إلى معدل نمو سنوي مركب في الأرباح بنحو 20% خلال 2023-2026م.

مراجعة التقديرات وتوجيهات الإدارة: بعد نتائج الربع الثالث من عام 2024، حافظنا إلى حد كبير على تقديراتنا للإيرادات لعام 2024-2025 بينما خفضنا تقديرات الأرباح قبل تكاليف التمويل والضرائب والاستهلاك والإطفاء (EBITDA) وصافي الأرباح بـ 3-5% و 1-3% على التوالي لمراعاة التغيير في مزيج المبيعات والهوامش. ومع ذلك، لا تزال تقديراتنا تتماشى إلى حد كبير مع توجيهات إدارة الشركة.

جدول 2: توقعات جي آي بي كابيتال وتوجيهات إدارة الشركة

| 2025-2026م | | 2024م | | |
|-------------------------|-----------------|-------------------------|-----------------|-------------------------------|
| توقعات جي آي بي كابيتال | توجيهات الإدارة | توقعات جي آي بي كابيتال | توجيهات الإدارة | |
| 14.6% | 12-15% | 18.8% | 15-18% | نمو الإيرادات |
| 31.8-32.0% | 30.0-31.5% | 32.6% | 31-32.5% | هامش EBITDA % |
| 4.6% | 4-6% | 4.6% | 4-6% | الإنفاق الرأسمالي/الإيرادات % |
| 55% | 50-60% | 60% | 50-60% | نسبة التوزيعات % |

التقييم والمخاطر: بمراجعة تقديراتنا وترحيل تقييمنا إلى عام 2025، قمنا برفع السعر المستهدف إلى **178 ريال/السهم** بناء على مزيج متساو من تقييم خصم التدفقات النقدية (9.2% متوسط مرجح لتكلفة رأس المال؛ دون تغيير) ومكرر الربحية (مكرر x30 للأرباح المتوقعة لعام 2025م). نقوم أيضا بتعديل توصيتنا إلى "محايد"، حيث نعتقد أن سعر السهم الحالي يعكس معظم الإيجابيات، بعد ارتفاع سعر السهم بنسبة 27% بعد توصيتنا الأخيرة في مايو 2024. يتداول السهم حاليا عند مكرر ربحية يبلغ 26.3x بناء على ربحية السهم المقدرة لعام 2025م. وتتمثل مخاطر انخفاض التقييم الرئيسية في معدلات استخدام أقل من المتوقع للمرافق الجديدة، وإعادة تسعير المنتجات الرئيسية من الهيئات التنظيمية، وزيادة المنافسة، وارتفاع تكلفة المواد الخام، ومشاكل سلاسل الإمداد، وانخفاض حجم المبيعات، وتقلب العملات، والمخاطر الجيوسياسية، والتغير في عمولات الموزعين.

جدول 3: ملخص نتائج الربع الثالث من عام 2024

| الربع الثالث لعام 24 | الربع الثالث لعام 23 | الربع الثاني لعام 23 | الربع الثاني لعام 23 | الربع الثالث لعام 23 | الربع الثالث لعام 24 | الفرق % | تقديراتنا | على أساس ربع سنوي | الفرق % |
|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|---------|-----------|-------------------|---------|
| 328 | 293 | 346 | 346 | 12.0% | 293 | -5.6% | 347 | -5.3% | -5.6% |
| -133 | -105 | -128 | -128 | 26.4% | -105 | 3.7% | -128 | 4.4% | 3.7% |
| 194 | 187 | 218 | 218 | 3.8% | 187 | -11.1% | 219 | -10.9% | -11.1% |
| -99 | -103 | -114 | -114 | -3.7% | -103 | -12.8% | -113 | -13.3% | -12.8% |
| 96 | 85 | 104 | 104 | 13.0% | 85 | -9.3% | 105 | -8.2% | -9.3% |
| 95 | 77 | 107 | 107 | 23.0% | 77 | -6.9% | 102 | -11.2% | -6.9% |
| 2 | 1 | -2 | -2 | - | 1 | - | 0 | - | - |
| 97 | 78 | 105 | 105 | 24.8% | 78 | -6.9% | 102 | -8.0% | -6.9% |
| 59.3% | 64.0% | 57.2% | 57.2% | | 64.0% | | 63.0% | | |
| 29.2% | 28.9% | 20.3% | 20.3% | | 28.9% | | 30.4% | | |
| 29.0% | 26.4% | 21.4% | 21.4% | | 26.4% | | 29.4% | | |
| 29.6% | 26.6% | 20.8% | 20.8% | | 26.6% | | 29.4% | | |

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

جدول 4: الإيرادات حسب المجالات العلاجية

| سنوات %Δ | الربع الثالث لعام 23 | الربع الثالث لعام 24 | (مليون ريال سعودي) |
|------------|----------------------|----------------------|----------------------------------|
| 7% | 74 | 79 | مستحضرات العيون |
| 3% | 64 | 66 | الأمراض الجلدية |
| 23% | 44 | 54 | الأمراض العامة |
| 10% | 41 | 45 | صحة المستهلك |
| 32% | 31 | 41 | الجهاز الهضمي |
| 80% | 10 | 18 | الأمراض القلبية والأوعية الدموية |
| -43% | 7 | 4 | الجهاز العصبي المركزي |
| 63% | 2.7 | 4.4 | مضاد للسكري |
| -14% | 19 | 16.4 | الآلم والالتهاب |
| 12% | 293 | 328 | إجمالي الإيرادات |

المصدر: بيانات الشركة, جي آي بي كابيتال

جدول 5: الإيرادات حسب المناطق الجغرافية

| سنوات %Δ | الربع الثالث لعام 23 | الربع الثالث لعام 24 | (مليون ريال سعودي) |
|------------|----------------------|----------------------|----------------------------------|
| 18% | 186 | 220 | السعودية |
| 16% | 38 | 44 | الخليج |
| -20% | 31 | 25 | العراق |
| 23% | 16 | 20 | شمال أفريقيا ودول التصدير الأخرى |
| -11% | 21 | 19 | مصر |
| 12% | 293 | 328 | إجمالي الإيرادات |

المصدر: بيانات الشركة, جي آي بي كابيتال

إخلاء مسؤولية

أعدت وثيقة البحث هذه من قبل جي آي بي كابيتال، الرياض، المملكة العربية السعودية للاستخدام العام من عملاء جي آي بي كابيتال ولا يجوز إعادة توزيعها أو إعادة إرسالها أو الإفصاح عنها، كلياً أو جزئياً، أو بأي شكل أو طريقة، دون موافقة كتابية صريحة من جي آي بي كابيتال. إن استلام هذه الوثيقة والإفصاح عليها يعتبر بمثابة موافقة من جانبك على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح للآخرين عما تتضمنه من محتويات وأراء، واستنتاجات أو معلومات قبل نشر تلك المعلومات للعموم من جانب جي آي بي كابيتال. وقد تم الحصول على المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من مصادر عامة مختلفة يعتقد أنها معلومات موثوقة لكننا لا نضمن دقتها. وحي آي بي كابيتال لا تقدم أية إقرارات أو ضمانات (صريحة 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 عرضاً 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 للارتفاع أو الانخفاض. كما أن التقلبات في أسعار الصرف قد يكون لها آثار سلبية على قيمة أو ثمن، أو الدخل المتأتي من استثمارات معينة. وبناء عليه، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على عائد يكون أقل من مبلغ رأسمالهم المستثمر أساساً. ويجوز أن يكون لجي آي بي كابيتال أو المسؤولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محلي البحث) 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 جي آي بي كابيتال 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 جي آي بي كابيتال، 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. وحي آي بي كابيتال 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 كلياً أو جزئياً بأي شكل أو بأي وسيلة. كما يراعى أن هذه الوثيقة من وثائق البحث ليست موجهة إلى أو معدة للتوزيع أو لاستخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطناً أو مقيماً 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 مخالفاً للقانون أو يتطلب من جي آي بي كابيتال أو أي من فروعها القيام بأي تسجيل أو استيفاء أي شرط من شروط الترخيص ضمن ذلك البلد أو تلك الولاية القضائية.

الأنشطة الرئيسية لشركة جي آي بي كابيتال هي التعامل والحفظ والإدارة والترتيب وتقديم المشورة بموجب ترخيص هيئة السوق المالية رقم 37-07078.

تستخدم نظام تصنيف يعتمد على الاتجاه السعودي المحتمل، بعد عام واحد من اليوم، بناءً على نماذج التقييم الخاصة بنا. بالنسبة لتصنيفات "زيادة المراكز"، فإن سعرنا المستهدف هو أعلى من 10% من السعر الحالي، أما بالنسبة إلى "تخفيض المراكز"، فإن الإنخفاض المقدر هو أقل من 10%. وبالنسبة للعائدات التي تتراوح بين +10%/-، لدينا تصنيف محايد.

تواصلوا معنا لأي استفسارات

إدارة أبحاث الأسهم

جي آي بي كابيتال

B1، غرناطة بزنس

الطريق الدائري الشرقي، صندوق بريد 89589، الرياض 11692

www.gibcapital.com