

السعر المستهدف **75.5** ريال/السهم  
السعر الحالي: 60.4 ريال/السهم  
نسبة الإرتفاع: 25% (عائد التوزيعات +5.5%)  
التوصية: زيادة المراكز

## شركة المطاحن الأولى

### آفاق واعدة للنمو رغم مخاوف تخفيف الدعم

- من المتوقع أن تنمو الإيرادات بمعدل نمو سنوي مركب جيد يبلغ 5% خلال الفترة 2024-2027، بدعم من توسع الطاقة الإنتاجية (معدل نمو سنوي مركب يبلغ 5.8%) وتحسن طفيف في متوسط أسعار البيع
- تظل آفاق الشركة قوية، مدعومة بالطلب المحلي القوي وقرار السماح بالتصدير. كما أن التصحيح الأخير للأسعار، وسط مخاوف بشأن الدعم، يوفر فرصة شراء مواتية للسهم.
- قمنا بمراجعة السعر المستهدف للسهم إلى 75.5 ريال للسهم (84 ريال للسهم سابقاً) باستخدام كل من تقييمات خصم التدفقات النقدية ومكرر الربحية (مكرر يبلغ 15x مرة، على أساس ربحية السهم المتوقعة لعام 2025؛ تم تعديل المكرر من 18 إلى 15 مرة، لتعكس معنويات السوق الحالية)، مما يشير إلى ارتفاع بنسبة 25%، مع تصنيف "زيادة المراكز".

**نتائج الربع الرابع متمشية عموماً مع توقعاتنا:** ارتفعت إيرادات الربع الرابع من عام 2024 بنسبة 9% على أساس سنوي، وهو ما يتماشى إلى حد كبير مع تقديراتنا (بفارق بنسبة +3.6%) ومتوسط التوقعات (بفارق بنسبة +4.2%). وكان هذا النمو مدفوعاً بجميع الفئات الرئيسية - الدقيق (+5.2%) والأعلاف (+13.2%) والنخالة (+17%). ونتيجة لذلك، ارتفع إجمالي الربح بنسبة 13.4% على أساس سنوي، بدعم من نمو الإيرادات وتوسع الهامش (44.1% مقابل 42.4% في الربع الرابع من عام 2023 مقابل توقعتنا البالغة 43.2%)، مدفوعاً إلى حد كبير بانخفاض تكاليف المواد الخام العلفية. ومع ذلك، نما الربح التشغيلي بوتيرة أبطأ قليلاً (+11.5% على أساس سنوي) بسبب النفقات التشغيلية الأعلى من المتوقع (36 مليون ريال مقابل توقعتنا البالغة 33 مليون ريال). وبشكل عام، ارتفع صافي الربح بنسبة 15.5% على أساس سنوي (+8.3% على أساس ربع سنوي) إلى 66 مليون ريال، وهو ما يتجاوز قليلاً تقديراتنا للأرباح البالغة 62 مليون ريال.

**طلب قوي محلياً مع معدلات تشغيل عالية للطاقة الإنتاجية:** اعتباراً من الربع الأول من عام 2025، بلغت طاقة طحن القمح لشركة المطاحن الأولى 5150 طنًا يوميًا، مما يعكس زيادة بنسبة 21.5% عن مستويات عام 2023، وذلك بسبب تطوير مطحنة C في الربع الرابع من عام 2023 (+250 طنًا يوميًا) وتوسيع مطحنة A (+250 طنًا يوميًا) في الربع الرابع من عام 2024. والجدير بالذكر أنه بدلاً من تطوير مطحنة B في مصنع جدة - والتي كان من المتوقع في الأصل أن تضيف 100 طن يوميًا - وافق مجلس إدارة الشركة على إضافة خط إنتاج جديد بسعة 600 طن يوميًا في منشأة القصيم. سيعمل هذا التوسع على زيادة إجمالي الطاقة الإنتاجية للقصيم من 900 طن يوميًا حاليًا إلى 1500 طن يوميًا، بزيادة قدرها 66%، ومن المتوقع أن تبدأ العمليات التجارية في الربع الثاني من عام 2026. نظرًا لنمو الطلب المتوقع لصناعة الدقيق بنسبة 4.2% سنويًا خلال الفترة 2023-2030، فإن شركة المطاحن الأولى في وضع جيد للاستفادة الكاملة من توسيع قدرتها الإنتاجية. ونتيجة لذلك، نتوقع أن ينمو إجمالي حجم المبيعات بمعدل سنوي مركب يبلغ 5.3% خلال الفترة 2024-2027، مما يؤدي إلى نمو الإيرادات بنسبة 5.3% خلال الفترة 2024-2027 (+6.5% سابقاً)، بدعم من توسع الطاقة الإنتاجية والنمو الطفيف في الأسعار (حوالي 2% سنويًا). علاوة على ذلك، من المتوقع أن يتحسن الهامش الإجمالي بشكل طفيف من 43.5% في عام 2024 (43.2% في عام 2025) إلى ~44% بحلول عام 2027، مما يؤدي إلى نمو في الأرباح بنسبة 7.9% سنويًا خلال الفترة 2024-2027 (+11% سابقاً).

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

(مليون ريال سعودي)	2023	2024	2025	2026	2027
الإيرادات	964	1,049	1,086	1,172	1,213
معدل نمو الإيرادات	6%	9%	3%	8%	3%
إجمالي الدخل	413	456	470	511	529
هامش إجمالي الدخل	42.8%	43.5%	43.3%	43.6%	43.7%
الدخل التشغيلي	287	319	327	357	370
صافي الربح	220	251	263	298	311
هامش صافي الربح	22.8%	23.9%	24.2%	25.4%	25.7%
ربحية السهم (ريال)	4.0	4.5	4.7	5.4	5.6
توزيعات السهم (ريال)	2.8	3.2	3.3	3.7	3.9
مكرر الربحية	15.2x	13.4x	12.7x	11.3x	10.8x

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

### بيانات السهم

رمز الشركة	2283
القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)	3,352
م. قيمة التداول 3 شهور (مليون ريال)	6.4
نسبة الاسهم الحرة	41.9%
نسبة المستثمرين الأجانب	2.7%
حجم الاسهم الحرة في تاسي	0.04%

المصدر: بلومبرغ

### تحركات السهم مقارنة بمؤشر تاسي



المصدر: بلومبرغ

Bader AlRashidi

+966-11-834 8350

[Bader.AlRashidi@gibcapital.com](mailto:Bader.AlRashidi@gibcapital.com)

Kunal Doshi

+966-11-834 8372

[Kunal.doshi@gibcapital.com](mailto:Kunal.doshi@gibcapital.com)

**الموافقة على التصدير؛ تطور إيجابي للقطاع:** تنتج شركات المطاحن عادة كميات أكبر خلال مواسم الذروة، مما يؤدي غالباً إلى فائض في المخزون في الأرباع التالية. إن الموافقة الأخيرة من الهيئة العامة للأمن الغذائي على تصدير دقيق القمح عندما تكون هناك طاقة محلية فائضة هي تطور إيجابي للشركة و القطاع. لقد تلقت الشركة بالفعل طلبات متعددة لمنتجات الدقيق من الأسواق الإقليمية، وخاصة العراق والإمارات العربية المتحدة وبعض الدول الأفريقية. ومن المتوقع أن يساعد هذا التطور في موازنة تأثير الموسمية من خلال توفير منفذ للإنتاج الفائض خلال فترات غير الذروة.

**التغيير في التقديرات:** مع إلغاء تطوير مطحنة B في جدة (-100 طن/يوم) ومراجعة توقعاتنا لمتوسط أسعار البيع بالخفض، قمنا بخفض تقديرات الإيرادات بنسبة 8% لعام 2025، مما أدى إلى انخفاض بنسبة 8% في الأرباح مقارنة بالتقديرات السابقة. بالإضافة إلى ذلك، وعلى الرغم من إضافة 600 طن/يوم في منشأة القصيم، فإننا نقوم أيضاً بمراجعة توقعاتنا لعام 2026 بخفض قليل على مستوى الإيرادات والأرباح بسبب المراجعة النزولية الطفيفة للأسعار وهامش الربح الإجمالي، مما يعكس الاتجاهات الأخيرة (2023-2024).

جدول 2: توقعاتنا المحدثة

ريال سعودي	المتوقع لعام 2025		المتوقع لعام 2026		التغير
	الحالي	السابق	الحالي	السابق	
الإيرادات	1,086	1,182	1,172	1,231	-5%
إجمالي الربح	470	539	511	567	-10%
هامش إجمالي الربح	43.3%	45.6%	43.6%	46.0%	
الربح التشغيلي	327	367	357	388	-8%
هامش الربح التشغيلي	30.1%	31.1%	30.4%	31.5%	-3%
صافي الربح	263	286	298	306	-3%
هامش صافي الربح	24.2%	24.2%	25.4%	24.8%	

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

**التقييم:** بالنسبة للتقييم، استخدمنا مكرر ربحية يبلغ x15 مرة (تغير من x18 إلى x15)، مع ربحية ربحية السهم المتوقعة لعام 2025 لنصل إلى سعر لمدة عام واحد قادم يبلغ 79 ريال للسهم. أما بالنسبة لخصم التدفقات النقدية، بناءً على تكلفة رأس المال المرجحة البالغة 9.3%، فإننا نصل إلى سعر عند 72 ريال للسهم لمدة عام واحد قادم. وبناءً على أوزان متساوية لطرق التقييم، نصل إلى سعر مستهدف يبلغ 75.5 ريال سعودي للسهم (84 ريال للسهم سابقاً)، مما يعني ارتفاعاً متوقعاً لسعر السهم بنسبة 25% مع تصنيف زيادة المراكز.

جدول 3: ملخص نتائج الربع الرابع لعام 2024

(مليون) ريال سعودي	الربع الرابع لعام 24	الربع الرابع لعام 23	على أساس سنوي	الربع الثالث لعام 23	على أساس ربع سنوي	تقديراتنا	الفرق %
الإيرادات	269	247	9.0%	261	2.9%	260	3.6%
تكلفة المبيعات	150	142	5.8%	150	0.3%	147	1.9%
اجمالي الربح	119	105	13.4%	112	6.4%	112	5.8%
النفقات التشغيلية	36	31	17.9%	34	7.4%	33	11.0%
الربح التشغيلي	82	74	11.5%	78	5.9%	80	3.6%
صافي الربح	66	58	15.5%	61	8.3%	62	6.8%
هامش الربح الإجمالي	44.1%	42.4%		42.7%		43.2%	
هامش الربح التشغيلي	30.7%	30.0%		29.8%		30.6%	
هامش صافي الربح	24.7%	23.3%		23.5%		24.0%	

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 جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح للآخرين عما تتضمنه من محتويات وآراء، واستنتاجات أو معلومات قبل نشر تلك المعلومات للعموم من جانب 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 جي 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 لحي جي 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 جي 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.

نستخدم 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 +4% -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](http://www.gibcapital.com)