

السعر المستهدف: 143 ريال/للسهم
السعر الحالي: 102.60 ريال/للسهم
نسبة التغيير: 39.5% (عائد التوزيعات: 2.9%)
التوصية: زيادة المراكز

شركة الشرق الأوسط للصناعات الدوائية (أفالون فارما)

رفع الطاقة الاستيعابية يدفع النمو، نحدد السعر المستهدف عند 143 ريال/للسهم

- من المتوقع أن يؤدي توسيع الطاقة الإنتاجية والطلب المحلي القوي إلى دفع أداء الإيرادات، نتوقع نمو الإيرادات بمعدل نمو سنوي مركب قدره 17.2% خلال الفترة 2025-28.
- من المتوقع أن تظهر الهوامش تماسكاً في الفترة 2026-27، مع احتمال حدوث ضغط متزايد في عام 2028، مما يترجم إلى معدل نمو سنوي مركب للأرباح قدره 19.7% على مدى الفترة 2025-28.
- نحدد سعرنا المستهدف عند 143 ريال/للسهم باستخدام كل من تقييم خصم التدفقات النقدية وتقييم مكرر الربحية، مع التوصية بـ "زيادة المراكز" في السهم.

تنامي الطاقة الإنتاجية لتتجاوز 500 مليون وحدة سنوياً بحلول عامي 2028-2027... رفعت شركة أفالون طاقتها الإنتاجية السنوية الإجمالية إلى أكثر من 200 مليون وحدة في عام 2025، مقارنةً بنحو 151.2 مليون وحدة في عام 2024، وذلك بالتزامن مع التشغيل التدريجي لخطوط إنتاج أفالون 2، مدعومة أيضاً بأتمتة بعض العمليات اليدوية السابقة. وقد انعكس هذا في زيادة الإنتاج بنحو 46.3 مليون وحدة من المواد الصلبة، و26 مليون وحدة من الكريبات، و4.8 مليون وحدة من السوائل، جميعها من منشأة أفالون 2. وبالنظر إلى المستقبل، من المتوقع أن تدخل طاقة إنتاجية سنوية إضافية تبلغ 288 مليون وحدة في أفالون 2 (272 مليون وحدة من المواد الصلبة، و16 مليون وحدة من السوائل) و18 مليون وحدة في منشأة أفالون 4 (بما في ذلك الحقن، وخطوط إنتاج طب العيون والأورام) حيز التشغيل بحلول عامي 2028-2027، مما سيعزز بشكل كبير قاعدة إنتاج الشركة، ويرسخ مكانة أفالون الاستراتيجية في السوق على المدى الطويل. نتوقع أن تتجاوز الطاقة الإنتاجية الإجمالية 500 مليون وحدة سنوياً بحلول عامي 2027-28.

...والرفع التدريجي للإنتاج والسوق القوي محلياً يدفعان نمو الإيرادات: نتوقع نمواً تدريجياً في الإيرادات، حيث نتوقع أن تساهم منشأة أفالون 2 في الإيرادات بدءاً من عام 2027، ومنشأة أفالون 4 بدءاً من عام 2028، مما يعكس جداول زمنية متحفظة للموافقات وزيادة تدريجية في الاستخدام. على الصعيد التجاري، لا تزال متفائلين بشأن الطلب من القطاعين العام والخاص في المملكة العربية السعودية، والذي نتوقع أن يكون الركيزة الأساسية لمسار إيرادات أفالون. أما بالنسبة لمبيعات التصدير (12.4% من إيرادات عام 2025)، فإن أفالون بمنأى نسبياً عن التوترات الجيوسياسية الحالية؛ حيث يتم توجيه حوالي 70% من الصادرات إلى أسواق العراق ودول مجلس التعاون الخليجي، عبر طرق النقل البري، متجنبين بذلك قنوات الشحن البحري المعرضة للخطر. مع ذلك، قد تظهر مخاطر في حال تراجع الطلب في هذه الأسواق أو تقييد حركة النقل اللوجستي. ونعتقد أن قوة السوق المحلية ستعوض هذه الضغوط إلى حد كبير، مما يحد من تراجع توقعات الإيرادات الإجمالية. وعليه، نتوقع نمواً في الإيرادات بنسبة 16% على أساس سنوي في عام 2026، ليصل إلى 534 مليون ريال، وهو ما يتماشى إلى حد كبير مع توقعات الإدارة بنسبة 16-17%.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

(مليون ريال سعودي)	2024	2025	2026 م	2027 م	2028 م
الإيرادات	394	460	534	626	740
معدل نمو الإيرادات	16.4%	16.9%	16.0%	17.2%	18.3%
إجمالي الربح	243	287	331	391	457
هامش إجمالي الربح	61.8%	62.3%	62.0%	62.5%	61.7%
الربح التشغيلي	91	108	133	157	187
صافي الربح	80	97	118	140	167
معدل نمو الأرباح	21.3%	21.5%	21.2%	18.7%	19.4%
هامش الربح	20.3%	21.1%	22.0%	22.3%	22.5%
ربحية السهم (ريال)	4.0	4.9	5.9	7.0	8.3
التوزيعات السهم (ريال)	2.0	2.4	2.9	3.5	4.2
EV/EBITDA	19.5x	16.2x	13.0x	11.1x	9.4x
مكرر الربحية	25.7x	21.2x	17.5x	14.7x	12.3x

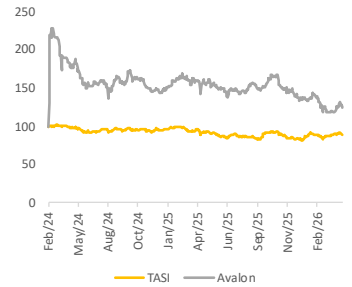
المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

بيانات السهم

رمز الشركة	4016
القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)	2,052
م. قيمة التداول 3 شهور (مليون ريال)	8.6
نسبة الأسهم الحرة	43.1%
نسبة المستثمرين الأجانب	3.5%
حجم الأسهم الحرة في تاسي	0.05%

المصدر: بلومبيرغ

تحركات السهم مقارنة بمؤشر تاسي



المصدر: بلومبيرغ

Ahmed Almutawah

+966-11-834 8498

ahmed.almutawah@gibcapital.com

بعد عام 2026، نتوقع تسارع مسار إيرادات أفالون مع زيادة الطاقة الإنتاجية وتحسين معدلات الاستخدام، مما يدعم زيادة حجم الإنتاج. وهذا يدعم توقعاتنا بوصول الإيرادات إلى 626 مليون ريال في عام 2027 (+17.2% على أساس سنوي) و740 مليون ريال في عام 2028 (+18.3% على أساس سنوي)، مما يعكس زيادة مستدامة في حجم العمليات، بمعدل سنوي مركب يبلغ 17.2% خلال فترة 2025-2028.

من المتوقع أن يكون لارتفاع تكاليف المواد الأولية عالمياً تأثير محدود على هيكل تكاليف شركة أفالون... تؤثر التوترات الجيوسياسية الحالية في الشرق الأوسط بشكل مباشر على سلاسل التوريد وأسعار الطاقة وتكاليف الإنتاج للمنتجين في جميع أنحاء العالم. فعلى سبيل المثال، ارتفع سعر البروبيلين غليكول، وهو مكون شائع الاستخدام، بنحو 100% في الصين في ذروة الصراع، وحافظ على معظم مكاسبه رغم الانخفاضات الأخيرة. علاوة على ذلك، أعلنت شركة **BASF Pharma Solutions، وهي شركة عالمية رائدة تعمل أيضاً في السوق السعودي، عن تعديل عالمي لأسعار السواغات الصيدلانية وبعض المواد الفعالة بنسبة 20%، على أن يسري هذا التعديل فوراً.**

فيما يخص شركة أفالون، فبينما تمثل المواد الخام (بما في ذلك المواد الصيدلانية الفعالة والتغليف) حوالي 60% من تكلفة المبيعات، فإن تعرض الشركة للأسعار العالمية لا يتجاوز 25% بفضل عمليات الشراء المحلية، مما يشير إلى تأثير محدود نسبياً. بالإضافة إلى ذلك، قد تبحث شركة أفالون خيارات أخرى لنقل التكاليف المتزايدة إلى عملائها من خلال إعادة النظر في شروط العقود المتعلقة بالأسعار المنظمة، وتمرير التكاليف المتزايدة للمنتجات غير الخاضعة للتنظيم. ومع ذلك، ونظراً لسعي أفالون لتأمين مخزون يكفي لمدة ستة أشهر على الأقل، فمن المرجح أن يتأخر أي تأثير محتمل لارتفاع أسعار المواد الصيدلانية الفعالة على هامش الربح الإجمالي لأفالون حتى الربع الثالث من عام 2026 (جزئياً) والربع الرابع من العام نفسه، والقرارات اللاحقة، وفقاً لتقديرنا.

...مع بقاء هامش الربح الإجمالي مستقرًا إلى حد كبير حتى عام 2027 قبل أن يتعرض لضغوط في عام 2028 مع بدء تشغيل منشأة أفالون 4: نتوقع أن يظل هامش ربح أفالون مستقرًا إلى حد كبير خلال عامي 2026-2027، بهوامش ربح إجمالية تتراوح بين 62% و62.5%. وعلى الرغم من التسارع المتوقع في إنتاج منشأة أفالون 2 بحلول عام 2027، فمن غير المتوقع أن يُضيف ذلك ضغطاً إضافياً على هامش الربح، حيث أن التكاليف ذات الصلة منعكسة بالفعل في الأداء المالية. ومع ذلك، من المتوقع أن يؤدي بدء تشغيل منشأة أفالون 4 (على الأرجح في عام 2028) إلى بعض الضغط على هامش الربح الإجمالية نظراً لارتفاع تكاليف الإهلاك، مما سيُخفض هامش الربح إلى حوالي 61.7% في عام 2028. وبعد عام 2028، نتوقع تحسناً تدريجياً في هامش الربح مع زيادة معدلات الاستخدام وتعزيز الرافعة التشغيلية.

من المتوقع أن تبقى الأرباح قوية رغم ارتفاع تكاليف التمويل: تتمتع شركة أفالون بوضع يسمح لها بالحفاظ على مستوى مريح من الرافعة المالية، مدعوماً بالمركز المالي القوي، حتى مع ارتفاع الاقتراض مؤقتاً نتيجة لزيادة النفقات الرأسمالية. نتوقع أن يبلغ متوسط نسبة الدين إلى حقوق الملكية الصافية حوالي 0.13 مرة خلال الفترة 2026-2028، مما يشير إلى استمرار قوة المركز المالي. علاوة على ذلك، من المتوقع أن ترتفع تكاليف التمويل تدريجياً ولكنها ستظل ضمن الحدود المقبولة، حيث من المتوقع أن تبلغ 5.6 مليون ريال في عام 2026 (مقابل 4.7 مليون ريال في عام 2025)، وأن ترتفع أكثر إلى 6.2 مليون ريال في عام 2027 و7.2 مليون ريال في عام 2028 بعد بدء التشغيل التجاري لمنشأة أفالون 4. وبشكل عام، نتوقع أن تنمو الأرباح بنسبة 21% على أساس سنوي لتصل إلى 118 مليون ريال بهامش ربح صاف يبلغ 22% (ضمن نطاق توقعات إدارة الشركة 21-25%) في عام 2026، والذي من المتوقع أن يرتفع أكثر إلى 167 مليون ريال (+19.4% على أساس سنوي) بحلول عام 2028، مدعوماً بالزيادة التدريجية في الطاقة الإنتاجية الجديدة، مما يعكس معدل نمو سنوي مركب قدره 19.7% خلال الفترة 2025-2028.

التقييم والمخاطر: نحدد سعرنا المستهدف للسهم لعام واحد قادم عند **143 ريال للسهم** بناءً على مزيج متساوي من تقييم خصم التدفقات النقدية (9.0% متوسط تكلفة رأس المال المتوسط؛ 4.5% نمو مستدام؛ مع سعر مستهدف يبلغ 145 ريال) وتقييم مكرر الربحية (مكرر يبلغ 24 مرة على أساس ربحية السهم المتوقعة لعام 2026؛ مع سعر مستهدف يبلغ 141 ريال) مع التوصية بـ"زيادة المراكز". يتم تداول السهم حالياً على مكرر ربحية لعام قادم يبلغ 17.5x على أساس ربحية السهم المتوقعة لعام 2026، مقارنة بمعدل يبلغ 22 مرة خلال العام الماضي.

تتمثل المخاطر الرئيسية في انخفاض معدلات تشغيل المرافق الجديدة عن المتوقع، وإطلاق المنتجات الجديدة بشكل أبطأ من المتوقع، والتغييرات التنظيمية، وارتفاع المنافسة، وارتفاع أسعار المواد الخام، ومشاكل سلسلة التوريد، وانخفاض حجم المبيعات، والمخاطر الجيوسياسية، والتغيير في معدلات عمولة الموزعين.

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. وحيث أن 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 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. وحيث أن 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.

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