

السعر المستهدف: 178 ريال/السهم

السعر الحالي: 163.6 ريال/السهم

نسبة التغيير: 9.0% (عائد التوزيعات: 2.2%)

التوصية: محايد

شركة مصنع مجموع للأدوية

نتائج الربع الثاني متوافقة مع توقعاتنا بشكل كبير، نبقى على السعر المستهدف مع التوصية بالحياد

- ارتفعت إيرادات الربع الثاني من عام 2025 بنسبة 14.6% على أساس سنوي بفضل الطلب القوي من المؤسسات، ارتفعت الأرباح بنسبة 23.4% بفضل تماسك الهوامش.
- تسارع تشغيل المصانع الجديدة واتفاقيات تطوير الأعمال الجديدة رؤية واضحة للإيرادات، بينما يوفر توسع الهامش التشغيلي دعماً للأرباح، نحافظ على توقعاتنا لنمو الأرباح السابقة بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ حوالي 17.5% (متماشياً مع توقعاتنا السابقة) خلال الفترة 2024-2027.
- بعد ترحيل تقييمنا لعام قادم، فإننا نبقى على سعرنا المستهدف عند 178 ريال للسهم؛ وذلك باستخدام تقييمات كل من التندقات النقدية المخصومة ومكرر الربحية، ونبقى على توصيتنا بـ "المحايد" على السهم.

نتائج الربع الثاني لعام 2025: أعلنت مجموع عن إيرادات بلغت 396 مليون ريال خلال الربع الثاني من عام 2025 (بنمو سنوي بنسبة 14.6%)، وهو ما يتوافق مع تقديراتنا البالغة 384 مليون ريال ومتوسط التوقعات البالغ 395 مليون ريال، مدفوعاً بطلب قوي من قطاع المؤسسات. وقد ساهم هذا النمو في نمو قطاعات علاجية مثل الطب العام، وصحة المستهلك، وأمراض القلب والأوعية الدموية والسكري، والتي ساهمت بأكثر من 90% من النمو السنوي. وبلغ إجمالي الربح 251 مليون ريال (نمو سنوي بنسبة 15%)، وهو ما يتوافق مع تقديراتنا، مما يعكس هامش ربح إجمالي قدره 63.3% مقارنة بتوقعاتنا البالغة 63%، على الرغم من ارتفاع مساهمة مبيعات المناقصات الحكومية، نتيجة تركيز الشركة على أحجام المنتجات عالية الهامش. وارتفعت الأرباح التشغيلية إلى 135 مليون ريال (بزيادة قدرها 29% على أساس سنوي، متجاوزة توقعاتنا بنسبة 10%)، وذلك بسبب انخفاض النفقات التشغيلية عن المتوقع، بهامش ربح قدره 34%. في الوقت نفسه، ساهم المشروع المشترك في الجزائر بنحو 2.5 مليون ريال سعودي في صافي أرباح الربع الثاني من عام 2025 (مقابل مليوني ريال سعودي في الربع الثاني من عام 2024). ونتيجة لذلك، بلغت الأرباح 132 مليون ريال سعودي (بزيادة قدرها 23.4% على أساس سنوي)، وهو ما يتوافق عمومًا مع توقعاتنا (بفرق بنسبة 5%)، على الرغم من ارتفاع أرباح التشغيل عن المتوقع، ويعزى ذلك على الأرجح إلى ارتفاع مصاريف الزكاة عن المتوقع.

يضمن زيادة الإنتاج في المصانع الجديدة واتفاقيات تطوير الأعمال رؤية واضحة للإيرادات: ارتفع مستوى إنتاج مصانع مجموع الجديدة (مصنع المستحضرات المعقمة في جدة ومصنع مصر) خلال عام 2025 على أساس سنوي، مما عزز معدل التشغيل الإجمالي إلى 80% بحلول الربع الثاني من عام 2025 (70% في الربع الثاني من عام 2024)، مما يعكس إنتاج 45 مليون وحدة في الربع الثاني من عام 2025 (+15% على أساس سنوي). في الوقت نفسه، خفف هذا بعض العبء في المنشأة الرئيسية في جدة والتي من المتوقع أن تخضع لتحسينات وتوسعات في بعض خطوط إنتاجها.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

2024	2025م	2026م	2027م	(مليون) ريال سعودي
1,318	1,516	1,750	2,013	الإيرادات
19.8%	15.0%	15.4%	15.0%	معدل نمو الإيرادات
821	937	1,084	1,232	إجمالي الربح
62%	62%	62%	61%	هامش إجمالي الربح
437	507	583	657	EBITDA
381	451	525	597	الربح التشغيلي
357	447	510	578	صافي الربح
27%	29%	29%	29%	هامش الربح
375	448	512	580	صافي الربح المعدل*
5.1	6.4	7.3	8.3	ربحية السهم (ريال)
3.1	3.5	4.0	4.5	التوزيعات السهم (ريال)
32.1x	25.6x	22.4x	19.8x	مكرر الربحية

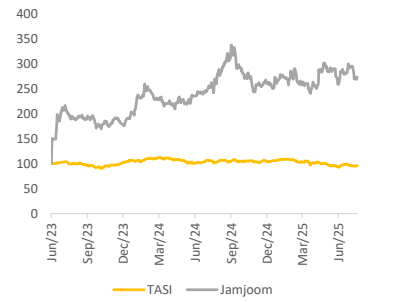
المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال * معدل بإضافة خسائر العملات الأجنبية

بيانات السهم

رمز الشركة	4015
القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)	11,424
3 ش. متوسط قيمة التداول (مليون ريال)	10.8
نسبة الاسهم الحرة	39.1%
نسبة المستثمرين الأجانب	6.7%
حجم الاسهم الحرة في تاسي	0.22%

المصدر: بلومبيرغ

مؤشر تاسي مقابل مؤشر مجموع



المصدر: بلومبيرغ

Ahmed Almutawah

+966-11-834 8498

ahmed.almutawah@gibcapital.com

نتوقع أن يتحسن معدل الاستخدام الإجمالي بشكل أكبر وأن يصل الإنتاج إلى 211 مليون وحدة بحلول عام 2027 (معدل نمو سنوي مركب قدره 6% خلال الفترة 2024-2027). علاوة على ذلك، وقعت الشركة 12 اتفاقية "ترخيص وتوريد" مع شركات أدوية عالمية منذ بداية العام حتى الآن، في مجالات علاجية مختلفة مع التركيز على الأدوية الحيوية المماثلة والأورام والمجالات العلاجية المقاربة. وتحتوي معظم هذه الاتفاقيات على خيار توطين الإنتاج. مع ذلك، لا يُتوقع أن يظهر الأثر المالي لشركات تطوير الأعمال هذه قبل أواخر عام 2026. ونتوقع أن تُطبّق الشركة شروط التوطين عند ثبوت فرص السوق، مما نعتقد أنه سيعزز رؤية إيرادات مجموع. وبناءً على ذلك، نتوقع أن يصل إجمالي الإيرادات إلى 1.52 مليار ريال بحلول عام 2025 (بزيادة قدرها 15.1% على أساس سنوي، مع توقعات الإدارة بنمو يتراوح بين 12 و15%)، وأن يتجاوز مليار ريال بحلول عام 2027، مما يعكس معدل نمو سنوي مركب للإيرادات بنسبة 15% خلال الفترة 2024-2027، بما يتماشى مع تقديراتنا السابقة.

أداء قوي على مستوى هامش الربح بفضل التركيز على المنتجات الاستراتيجية ذات هامش الربح المرتفعة، ومن المتوقع أن تتخفّض الهوامش بسبب مبيعات شركات تطوير الأعمال بحلول عام 2027: حققت مجموع أداءً ممتازاً في النصف الأول من عام 2025 من حيث الهوامش، بينما بلغ هامش الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك (EBITDA) 37.6% (نمو +2.9 نقطة مئوية على أساس سنوي)، على الرغم من المساهمة القوية من مبيعات المناقصات (التي عادةً ما تنتج هامش ربح أقل)، وذلك بفضل تركيز الشركة على العلامات التجارية الاستراتيجية التي تساهم في هامش الربح الأعلى، مثل المنتجات القلبية الأيضية (Cardiomatabolic)، بدلاً من حجم المبيعات. علاوة على ذلك، ساهم انخفاض تكلفة المبيعات المرتبط بمبيعات المناقصات في ضبط التكاليف والكفاءة التشغيلية، وكلاهما دعم الهامش التشغيلي، الذي ارتفع بمقدار 2.6 نقطة مئوية على أساس سنوي، ليصل إلى 34.2% في النصف الأول من عام 2025. نتوقع أن تحقق الشركة هامش ربح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك بنسبة 33.4% تقريباً بحلول عامي 2025 و2026، مقارنة بـ 32% في تقديراتنا السابقة، وأعلى بقليل من توقعات الإدارة التي تتراوح بين 31.5% و33%. ومع ذلك، نتوقع أن تُشكل مساهمة المبيعات من اتفاقيات تطوير الأعمال الجديدة ضغطاً على هامش الربح بدءاً من عام 2027، ولذلك نتوقع عودة هامش ربح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك إلى مستوياته الطبيعية عند 32.7% بحلول عام 2027. ونتيجة لذلك، نتوقع أن تصل الأرباح إلى 447 مليون ريال (بزيادة قدرها 29.5% على أساس سنوي) بحلول عام 2025، وإلى 578 مليون ريال بحلول عام 2027، مما يعكس معدل نمو سنوي مركب قدره 17.5% خلال الفترة من عام 2024 إلى عام 2027، وهو ما يتماشى مع تقديراتنا السابقة.

التقييم والمخاطر: نقيم شركة مجموع باستخدام مزيج متساوٍ من التدفقات النقدية المخصومة (9.2% متوسط تكلفة رأس المال المرجح؛ السعر المستهدف 178 ريالاً للسهم) ومكرر الربحية (26 مرة بناءً على متوسط ربحية السهم للفترة 2025-2026، مع سعر مستهدف يبلغ 178 ريالاً للسهم). وقد عدّلنا مكرر الربحية للسهم للشركة إلى 26 مرة، أخذاً الاعتبار الانخفاض الأخير في تقييم السوق للقطاع. وبناءً على ذلك، نحافظ على السعر المستهدف المختلط البالغ 178 ريالاً للسهم، ونبقى على توصيتنا "بالحياد" على السهم. يتداول السهم حالياً على مكرر ربحية يبلغ حوالي 26 مرة بناءً على تقديراتنا لربحية السهم لعام 2025، ومكرر ربحية لعام 2026 يبلغ 23 مرة. تتمثل المخاطر السلبية الرئيسية في انخفاض معدلات استخدام المرافق الجديدة عن المتوقع، وإعادة تسعير المنتجات الرئيسية من قبل الهيئات التنظيمية، وزيادة المنافسة، وتضخم تكلفة المواد الخام، ومشاكل سلسلة التوريد، وانخفاض حجم المبيعات، وتقلبات العملة، والمخاطر الجيوسياسية، والتغيير في معدلات عمولة الموزع.

جدول 2: ملخص نتائج الربع الثاني من عام 2025

(مليون) ريال سعودي	الربع الثاني لعام 25	الربع الثاني لعام 24	على أساس سنوي	الربع الأول لعام 25	على أساس ربعي	تقديراتنا	الفرق %
الإيرادات	396	346	14.6%	458	-13.4%	384	3.1%
تكلفة المبيعات	-145	-128	14.0%	-165	-11.7%	-142	2.3%
اجمالي الربح	251	218	15.0%	293	-14.4%	242	3.6%
النفقات التشغيلية	-115	-113	2.0%	-135	-14.3%	-121	-4.4%
الربح التشغيلي	135	105	29.0%	158	-14.4%	123	10%
صافي الربح	132	107	23.4%	157	-15.9%	125	5.3%
هامش الربح الإجمالي	63.3%	63.1%		64.0%		63.0%	
هامش الربح التشغيلي	34.2%	30.4%		34.6%		31.5%	
هامش صافي الربح	33.3%	30.9%		34.3%		32.6%	

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

جدول 3: الإيرادات حسب المجالات العلاجية

النمو السنوي %	الربع الثاني لعام 24	الربع الثاني لعام 25	(مليون) ريال سعودي
-2%	98.7	96.9	مستحضرات العيون
-4%	68.6	65.6	الأمراض الجلدية
+45%	53.9	78.3	الأمراض العامة
+20%	46.3	55.5	صحة المستهلك
+32%	26.9	35.5	الجهاز الهضمي
+44%	17.1	24.7	الأمراض القلبية والأوعية الدموية
-30%	9.1	6.3	الجهاز العصبي المركزي
+103%	4.8	9.7	مضاد للسكري
+17%	20.3	23.7	الألم والالتهاب
+15%	345.7	396.2	إجمالي الإيرادات

المصدر: بيانات الشركة, جي اي بي كابيتال

جدول 4: الإيرادات حسب المناطق الجغرافية

النمو السنوي %	الربع الثاني لعام 24	الربع الثاني لعام 25	(مليون) ريال سعودي
+16%	225.5	262.4	السعودية
+21%	44.9	54.5	الخليج
+38%	31.1	43.1	العراق
-34%	27.2	17.9	شمال أفريقيا ودول التصدير الأخرى
+9%	16.9	18.4	مصر
+15%	345.7	396.2	إجمالي الإيرادات

المصدر: بيانات الشركة, جي اي 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.

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