

السعر المستهدف: 164 ريال/السهم  
السعر الحالي: 132.6 ريال/السهم  
نسبة التغيير: 24% (عائد التوزيعات: 2.4%)  
التوصية: زيادة المراكز

## شركة مصنع مجموع للأدوية (مجموع فارما)

### نتائج قوية للربع الأول، نرفع السعر المستهدف إلى 164 ريال/السهم

- ارتفع صافي الربح المعدل للربع الأول من عام 2024 بنسبة 41% على أساس سنوي، مدفوعاً بنمو حجم المبيعات (+25%)، وتعديل الأسعار (~+3%) وتحسن الرافعة التشغيلية.
- تتجه الشركة بمواصلة مسار النمو بدعم من بيئة طلب مستدام، تكثيف الإنتاج وبدء الإنتاج في المرافق الجديدة (من المتوقع بدء إنتاج المصنع المعقم بجدة خلال النصف الثاني لسنة 2024) وتعزيز حصتها في الأسواق المستهدفة.
- قمنا برفع السعر المستهدف إلى 164 ريال/السهم، مع تصنيف زيادة المراكز باستخدام تقييمات التدفقات النقدية المخصومة ومكرر الربحية.

**بداية قوية لهذا العام:** حققت مجموع نتائج قوية للربع والتي أظهرت استمرار للنمو المتسارع في المجالات العلاجية والمناطق الجغرافية الرئيسية (جدول 3-4) بالإضافة إلى تحسن بالتكلفة. ارتفعت الإيرادات بنسبة 28% على أساس سنوي، مدفوعة بشكل رئيسي بنمو حجم المبيعات (~+25%) من المنتجات الحالية والجديدة، وارتفاع الأسعار التي تم تطبيقها خلال العام الماضي (~+3%)، وبالتالي تجاوزت الإيرادات تقديراتنا بنسبة 12% ونمو سوق التجزئة في المملكة (19%)، نمو بنسبة 14% باستبعاد أدوية السكري المستخدمة لإنقاص الوزن). علاوة على ذلك، أطلقت الشركة خلال هذا الربع أربع منتجات تجارية جديدة، بما في ذلك منتجات تجارية في صحة المستهلك ومنتج تجاري في طب العيون وآخر مضاد للسكري، ساهمت بشكل جماعي بإضافة 1.9 مليون ريال سعودي الإيرادات في الربع الأول من عام 2024. ننوه أن الشركة أطلقت المنتجات المضادة للسكري في بداية عام 2023، والتي حققت ما يقرب من 6.5 مليون ريال سعودي في الربع الأول مقارنة بـ 7.7 مليون ريال سعودي فقط في عام 2023 بأكمله. على الرغم من تضخم تكلفة الإنتاج وبدء إنتاج المصنع الرئيسي في مصر، نجحت الشركة في تعويض التأثير بالكامل من خلال كفاءة تكاليف التشغيل غير الإنتاجية وتكاليف البحث والتطوير مع توسع هامش EBITDA بمقدار 2.2 نقطة مئوية إلى 35.4%. وقد أدى ذلك إلى نمو صافي الربح المعدل (معدل بإضافة خسائر العملات الأجنبية) بنسبة 41% على أساس سنوي (يتجاوز تقديراتنا بنسبة 20%).

**مراجعة التقديرات:** بعد الأداء القوي للربع الأول، قمنا بمراجعة تقديراتنا لإيرادات لعام 2024 صعوداً بنسبة +5% لتعكس أحجام المبيعات الأعلى من المتوقع ونقدر الآن نمو الإيرادات لمدة 3 سنوات في النطاق الأعلى من التوجهات (+15%) معدل نمو سنوي مركب مقابل 13% سابقاً). هذا، إلى جانب تحسن الرافعة التشغيلية (وفورات الحجم، وتحسين الكفاءة ومقاييس التكلفة الأخرى)، من شأنه أن يؤدي إلى توسع بالهامش في المستقبل مع احتمال قيام الإدارة بمراجعة توجيه الهامش السابق 30-31.5%، في رأينا. وبناءً على ذلك، قمنا بمراجعة نمو صافي الربح المعدل لمدة 3 سنوات إلى 20% (+13% سابقاً).

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

2026 م	2025 م	2024 م	2023	(مليون ريال سعودي)
1,686	1,518	1,326	1,101	الإيرادات
11%	14%	20%	20%	معدل نمو الإيرادات
1,078	969	845	704	إجمالي الدخل
64%	64%	64%	64%	هامش إجمالي الدخل
566	506	441	344	EBITDA
529	471	407	313	الربح التشغيلي
505	451	374	292	صافي الربح
30%	30%	28%	27%	هامش الربح
505	451	393	294	صافي الربح المعدل
7.2	6.4	5.3	4.2	ربحية السهم (ريال)
4.3	3.9	3.2	2.5	التوزيعات السهم (ريال)
18.4x	20.6x	24.8x	31.7x	مكرر الربحية

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

#### بيانات السهم

4015	رمز الشركة
7,980	القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)
33.1	3 ش. متوسط قيمة التداول (مليون ريال)
30.0%	نسبة الأسهم الحرة
3.1%	نسبة المستثمرين الأجانب
0.12%	حجم الأسهم الحرة في تاسي

المصدر: بلومبيرغ

#### الأسعار مؤشره إلى 100



المصدر: بلومبيرغ

#### Kunal Doshi

+966-11-834 8372

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

#### Abdulaziz Alawwad

+966-11-834 8486

[Abdulaziz.alawwad@gibcapital.com](mailto:Abdulaziz.alawwad@gibcapital.com)

جدول 2: ملخص نتائج الربع الأول من عام 2024

نسبة الانحراف	تقديراتنا	على أساس ربع سنوي	الربع الرابع لعام 23	على أساس سنوي	الربع الأول لعام 23	الربع الأول لعام 24	(مليون) ريال سعودي
12%	346	85%	208	28%	301	385	الإيرادات
12%	-121	53%	-89	34%	-101	-136	تكلفة المبيعات
11%	225	110%	119	25%	200	249	اجمالي الربح
5%	-117	60%	-77	16%	-106	-123	النفقات التشغيلية
18%	107	200%	42	35%	94	127	الربح التشغيلي
1%	102	131%	44	22%	84	103	صافي الدخل
0%	0	-1699%	-1	824%	2	19	خسائر العملات الأجنبية
20%	102	181%	43	41%	86	122	صافي الربح المعدل
	65.0%		57.2%		66.3%	64.7%	هامش الربح الإجمالي
	31.0%		20.3%		31.2%	32.8%	هامش الربح التشغيلي
	29.4%		21.4%		28.1%	26.7%	هامش صافي الربح
	29.4%		20.8%		28.7%	31.6%	هامش ص. الربح المعدل

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

جدول 3: الإيرادات حسب المجالات العلاجية

سنويا %Δ	الربع الأول لعام 23	الربع الأول لعام 24	(مليون) ريال سعودي
25%	79	99	طب العيون
23%	58	72	الأمراض الجلدية
35%	50	67	الطب العام
21%	42	51	صحة المستهلك
41%	23	32	الجهاز الهضمي
38%	14	20	الأمراض القلبية والأوعية الدموية
-7%	12	11	الجهاز العصبي المركزي
396%	1	6	مضاد للسكري
31%	21	27	الآلم والالتهاب
28%	301	385	إجمالي الإيرادات

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

جدول 4: الإيرادات حسب المناطق الجغرافية

سنويا %Δ	الربع الأول لعام 23	الربع الأول لعام 24	(مليون) ريال سعودي
25%	203	254	السعودية
23%	37	46	الخليج
59%	21	34	العراق
-3%	27	27	شمال أفريقيا ودول التصدير الأخرى
116%	12	25	مصر
28%	301	385	إجمالي الإيرادات

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

**التقييم والمخاطر:** بعد نتائج الربع الأول القوية ومراجعة تقديراتنا، قمنا برفع سعرنا المستهدف إلى 164 ريال/السهم بناءً على متوسط التدفقات النقدية المخصومة (9.2% المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال: بسعر مستهدف 161 ريال/السهم) ومكرر الربحية (30x) لربحية المعدلة لعام 24: بسعر مستهدف 168 ريال/السهم). تتمثل مخاطر السلبية الرئيسية: التأخير في زيادة الطاقة الإنتاجية الجديدة، إعادة تسعير المنتجات الرئيسية من الهيئات التنظيمية، زيادة المنافسة، تضخم تكلفة المواد الخام، مشاكل بسلاسل التوريد، انخفاض حجم المبيعات، تقلبات أسعار العملات، القضايا 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 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 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 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 +/ - 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)