

السعر المستهدف: 122 ريال/السهم

السعر الحالي: 114 ريال/السهم

نسبة التغيير: 7% (عائد التوزيعات: 2.2%)

التوصية: محايد

شركة مصنع جمجوم للأدوية (جمجوم فارما)

نتائج قوية خلال 9 أشهر، نرفع السعر المستهدف إلى 122 ريال/السهم

- ارتفع صافي الدخل المعدل بنسبة 38% على أساس سنوي في الأشهر التسعة الأولى من عام 23، مدفوعة بنمو حجم المبيعات (+19%)، وتعديل الأسعار (+5%) ورافعة تشغيلية أفضل.
- تتجه الشركة بمواصلة مسار النمو بدعم من إطلاق منتجات جديدة، توسيع الطاقة الإنتاجية (زيادة بنسبة 68%) وتعزيز حصتها في الأسواق المستهدفة.
- قمنا برفع السعر المستهدف إلى 122 ريال/السهم، مع تصنيف محايد باستخدام تقييمات التدفقات النقدية المخصومة ومكرر الربحية.

أداء الأشهر التسعة الأولى من عام 23: ارتفعت الإيرادات بنسبة 24.1% على أساس سنوي، مدفوعة بشكل رئيسي بنمو حجم المبيعات (+19%) من المنتجات الحالية والجديدة، وارتفاع الأسعار (+5%). كان النمو القوي في الإيرادات مدفوعاً بالفئات العلاجية للأمراض الجلدية والطب العام وصحة المستهلك (+25%)، +50% و+23% على أساس سنوي على التوالي – (جدول 2). علاوة على ذلك، منذ بداية العام أضافت الشركة 10 منتجات جديدة إلى محفظتها (بما في ذلك 3 منتجات جديدة في الربع الثالث من عام 23)، ليصل إجمالي عدد منتجاتها إلى 131 (من 118 في النصف الأول من عام 22) مع مساهمة المنتجات الجديدة بإضافة حوالي 20 مليون ريال سعودي إلى إجمالي الإيرادات (حققت منتجات المضادة للسكري التي تم إطلاقها في بداية عام 23 إيرادات بقيمة 7.3 مليون ريال سعودي). ارتفعت تكلفة المبيعات بنسبة 22.6% مقابل نمو الإيرادات بنسبة 24.1%، مما أدى إلى زيادة هامش الربح الإجمالي بمقدار 42 نقطة أساس إلى 65.5% مدعوماً بمراجعات الأسعار وبعض الإنضباط في التكاليف.

كما توسع هامش EBITDA بمقدار 2.7 نقطة مئوية على أساس سنوي ليصل إلى 32.5% بقدر 290 مليون ريال سعودي، مدعوماً بمصروفات التشغيل الغير مرتبطة بالإنتاج (والتي تشمل تكاليف البحث والتطوير، والبيع والتوزيع، والعام والإدارية)، والتي ارتفعت بنسبة 12.9% فقط على أساس سنوي. وقد تم تحقيق ذلك نتيجة ضبط التكلفة والتركيز على تحسين الأداء الإنتاجي وزيادة كفاءة القوى العاملة. ارتفعت تكاليف البيع والتوزيع بنسبة 12.1% على أساس سنوي بسبب إلغاء عمولة الموزعين الرئيسيين في نهاية عام 22 (لم تؤخذ في الاعتبار في تقديرنا السابقة). ارتفع صافي الربح المعدل (معدل بإضافة مخصص خسائر العملات الأجنبية) بنسبة 38.3% على أساس سنوي، مع وصول هامش صافي الربح المعدل إلى 28.0% مقابل 25.1% في الأشهر التسعة الأولى من عام 22.

التوقعات والتوجيهات: منذ تقريرنا الأخير (المنشور في يونيو 23)، قامت الإدارة بمراجعة توجيه نمو الإيرادات لعام 2023 من 15-17% إلى 17-19% وحافظت على توجيه نمو الإيرادات لمدة 3 سنوات (2024-26) بمعدل نمو سنوي مركب قدره 15-12%. نعتقد أن الشركة يمكنها تحقيق النطاق الأعلى للهدف الرئيسي لعام 2023، مع الأخذ في الاعتبار أنه تم بالفعل إنتاج 106 مليون وحدة خلال الأشهر التسعة الأولى من عام 2023 (+43% على أساس سنوي) ومن المتوقع أن تصل إلى 120-130 مليون وحدة بحلول نهاية العام، وكذلك التأثير الإيجابي من المنتجات الجديدة/ارتفاع الأسعار.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

(مليون ريال سعودي)	2022	2023م	2024م	2025م
الإيرادات	917	1,091	1,260	1,425
معدل نمو الإيرادات	24.6%	19.0%	15.5%	13.1%
إجمالي الدخل	594	711	816	926
هامش إجمالي الدخل	64.8%	65.2%	64.8%	65.0%
EBITDA	260	344	382	434
الربح التشغيلي	233	315	347	398
صافي الربح	171	289	320	368
هامش الربح	18.7%	26.5%	25.4%	25.8%
ربحية السهم (ريال)	2.4	4.1	4.6	5.3
التوزيعات السهم (ريال)	2.1	2.0	2.5	3.2
مكرر الربحية	46.6x	27.6x	24.9x	21.7x

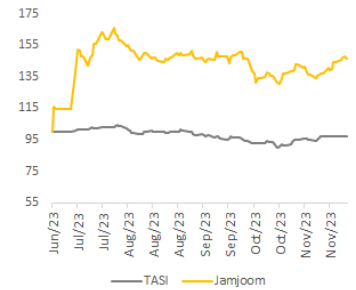
المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

بيانات السهم

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

المصدر: بلومبيرغ

الأسعار مؤشرة إلى 100



المصدر: بلومبيرغ

Khaled Bin Ateeq

+966-11-834 8498

Khaled.BinAteeq@gibcapital.com

Kunal Doshi

+966-11-834 8372

Kunal.doshi@gibcapital.com

وبناءً على ذلك، قمنا بمراجعة طفيفة لتقديراتنا للإيرادات لعام 2023 صعوداً بنسبة +3.4% لتعكس حجم المبيعات الأعلى من المتوقع والزيادة بالأسعار. بالإضافة إلى ذلك، نتوقع نمواً للإيرادات لمدة 3 سنوات القادمة في المدى المتوسط من التوجيهات (+13% معدل نمو سنوي مركب مقابل 9% سابقاً)، مدفوعاً بإطلاق منتجات جديدة وتكثيف المنتجات الجديدة التي تم إطلاقها مسبقاً، توسيع الطاقة الإنتاجية (زيادة بنسبة 68%) وتعزيز حصتها في الأسواق المستهدفة. أيضاً، قامت الشركة بمراجعة توجيهات هامش EBITDA لعام 23 إلى 31% تقريباً (30% سابقاً)، وأبقتها عند 30% ولكن مع فرصة للارتفاع بمقدار 100-150 نقطة أساس لبعده سنة 23. وبالتالي، فإننا نقدر هامش EBITDA لعام 2023 بنسبة 31.6% ومتوسط يصل إلى 30% بين عامي 2024 و2026. مع الإشارة إلى أننا لم نضمن المشروع المشترك في الجزائر في توقعاتنا حيث ننتظر المزيد من التفاصيل.

التقييم والمخاطر: بعد نتائج الأشهر التسعة الأولى من عام 23 وانتقال تقييمنا لعام 2024 ومراجعة افتراضات التقييم، نرفع سعرنا المستهدف إلى 122 ريال/السهم بناءً على متوسط التدفقات النقدية المخصومة (9.2% المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال: بسعر مستهدف 121 ريال/السهم) ومكرر الربحية لمدة سنة آجلة (25x لربحية عام 24: بسعر مستهدف 124 ريال/السهم). تتمثل مخاطر السلبية الرئيسية: التأخير في زيادة الطاقة الإنتاجية الجديدة، وإعادة تسعير المنتجات الرئيسية من الهيئات التنظيمية، وزيادة المنافسة، وتضخم تكلفة المواد الخام، ومشاكل بسلاسل التوريد، وانخفاض حجم المبيعات، وتقلبات أسعار العملات، والتغيير في معدلات عمولة الموزعين.

جدول 2: الإيرادات حسب المجالات العلاجية

سنوات %	تسعة أشهر 2022	تسعة أشهر 2023	(مليون) ريال سعودي
18%	194	229	طب العيون
25%	139	174	الأمراض الجلدية
50%	99	149	الطب العام
23%	103	126	صحة المستهلك
15%	74	85	الجهاز الهضمي
9%	43	39	الأمراض القلبية والأوعية الدموية
21%	24	29	الجهاز العصبي المركزي
100%	0	7	مضاد للسكري
23%	45	56	الألم والالتهاب
24%	720	893	إجمالي الإيرادات

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

جدول 3: حالة المنتجات الجديدة

إجمالي	تحت التطوير	جاهز للتقديم إلى الهيئة العامة للغذاء والدواء	تحت مراجعة الهيئة العامة للغذاء والدواء
18	11	3	4
4		2	2
3	3		
13	3	8	2
7	5	1	1
7	3	2	2
1		1	
8		5	3
61	25	22	14

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 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.

الأدشطة 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