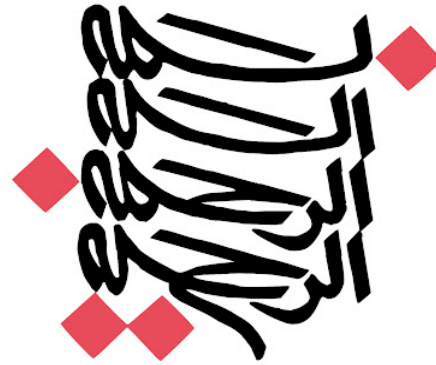


تحليل بنيادی دکیسول

امیرضا اعلاباف - کارشناس بازار سرمایه




شرکت تولید ژلاتین کپسول ایران

گزارش تحلیلی شرکت تولید ژلاتین کپسول ایران

تهیه شده توسط: امیررضا اعلا باف / آذر ۱۴۰۰



Amirreza Alabaf

سهامداران عمده / درصد مالکیت		شرکت تولید ژلاتین کپسول ایران (دکپسول)				 <p>شرکت تولید ژلاتین کپسول ایران</p>
67%	داروسازی فارابی	میلیارد تومان ۸۵۹	ارزش بازار	دکپسول	نماد	
2%	بیمه ملت	31%	شناور آزاد	میلیارد پوکه ۵.۱۹	ظرفیت اسمی تولید	
		88.24%	ضریب نقدشوندگی	پوکه کپسول دارویی	محصول استراتژیک	
		7.77	نسبت قیمت به سود ttm	کاملا داخلی و انحصاری	بازار فروش	
		7.09	نسبت قیمت به سود آینده نگر	میلیارد تومان ۳۰	سرمایه ثبت شده	
S.W.O.T ANALYSIS				اطلاعات کلی درباره بنگاه		
عدم وجود رقابت در داخل کشور و بازار از نوع انحصار کامل / کیفیت بالای محصولات / تقسیم سود حداکثری		نقاط قوت		<p>اصلی ترین فعالیت شرکت تولید ژلاتین کپسول ایران ، تولید پوکه های ژلاتینی کپسول دارویی است که از تکنولوژی پیچیده برخوردار بوده و برای تولید آن از ماشین آلات مدرن وبا تکنولوژی روز دنیا با رعایت اصول GMP استفاده میشود ، جملگی پرسنل برای فعالیت بهینه ومطلوب آموزش دیده اند ولذا استفاده از تکنولوژی روز دنیا ، ارتقاء سطح کیفی ، افزایش میزان وتنوع تولیدات ، کاهش مصرف انرژی ، رعایت استانداردهای جهانی دارو و محیط زیست ، قیمت گذاری رقابتی ، طلب سرمایه گذاری خارجی ، مشارکت با صاحبان تکنولوژی ، استفاده از فن آوری اطلاعات بطور فراگیر و طراحی و اجرای فرایندهای مورد نیاز از جمله اقداماتی است که در شرکت همواره در راستای ارائه محصولات باکیفیت بالا در بازارهای داخلی وخارجی مورد توجه می باشد .</p>		
بیش از یک سوم محصولات به شرکت های زیر مجموعه تیبیکو فروخته می شود / افزایش مصرف پوکه برای مصارف گیاهی / تنها تولید کنند پوکه با کیفیت در منطقه / حذف ارز ۴۲۰۰۰		فرصت ها				
وارداتی بودن مواد اولیه و وابستگی بهای تمام شده به نرخ ارز		نقاط ضعف				
خرید قطعات ماشین آلات به علت تحریم ها به راحتی امکان پذیر نیست / نوسانات نرخ ارز / هزینه بالای حمل و نقل جهت صادرات کپسول		تهدید ها				
کارشناس تحلیل : امیررضا اعلا باف						

برآورد فروش سال مالی ۱۴۰۰/۱۲/۲۹				
نام فرآورده	نرخ بوکه / عدد	مقدار - تن	مبلغ نهایی فروش - م.ریال	
بوکه کپسول دارویی ★	طبق آخرین گزارش ماهانه معادل ۶۲۷ ریال	2,871,000,000	1,800,117	IRR
داخلی ۶ ماهه / پیشبینی				
مبلغ فروش پیشبینی شده دوره ۶ ماهه منتهی به ۱۴۰۰/۱۲/۲۹				
مبلغ فروش تحقق یافته دوره ۶ ماهه منتهی به ۱۴۰۰/۰۶/۳۱				
مبلغ فروش پیشبینی شده دوره ۱۲ ماهه منتهی به ۱۴۰۰/۱۲/۲۹				
مبلغ فروش پیشبینی شده دوره ۱۲ ماهه منتهی به ۱۴۰۰/۱۲/۲۹ به دلار آمریکا (نرخ نیما)				
\$ 14,116,783				
میزان فروش مقداری بوکه کپسول دارویی بر اساس پیشبینی های خود شرکت و همچنین نرخ آن طبق آخرین نرخ های اعلامی با اعمال افزایش ناشی از حذف تخصیص ارز ترجیحی ۴۲۰۰۰ ریالی و تبدیل آن به نرخ نیما در نظر گرفته شده است / فروش شرکت صرفا در بازار داخل کشور می باشد				
برآورد بهای تمام شده فروش سال مالی ۱۴۰۰/۱۲/۲۹				
مواد مستقیم مصرفی				
نام ماده اولیه	میزان مورد نیاز جهت تحقق برنامه تولید - گرم	نرخ ریالی	مبلغ نهایی - م.ریال	
بودر ژلاتین / GELATIN POWDER	268,228,871	IRR 2,160	IRR 579,374	IRR
اقلام بسته بندی	11,807	IRR 930,550	IRR 10,987	IRR
مواد اولیه و بسته بندی - عدد	99,238	IRR 139,150	IRR 13,809	IRR
مواد کمکی	12,536,784	IRR 1,880	IRR 23,569	IRR
مواد مستقیم مصرفی ۶ ماهه اول	IRR 576,922	مجموع	IRR 1,204,661	IRR
هزینه دستمزد مستقیم تولید و سربار تولید				
مفروضات برآورد	نرخ رشد	40%	دستمزد مستقیم تولید	IRR 214,822
	توضیحات	پیشبینی خود شرکت	سربار تولید	IRR 300,663
اعمال موجودی اول دوره و پایان دوره				
IRR (31,609)				
IRR 1,688,537				
مجموع بهای تمام شده فروش سال ۱۴۰۰				
ضریب مصرف بودر ژلاتین به ازای هر عدد بوکه کپسول معادل با 0.092 گرم در نظر گرفته شده است / نرخ بودر ژلاتین برابر با ۹ دلار به ازای هر کیلوگرم مطابق نرخ عمده FOB چین با نرخ نیما ۲۴۰ هزار ریال در نظر گرفته شده است / سایر مواد کمکی به میزان 0.0043 گرم به ازای هر کپسول و با نرخ پیشبینی شده شرکت در نظر گرفته شده است / سایر مواد مستقیم مصرفی بر اساس پیشبینی خود شرکت از نرخ و مقدار اعمال شده اند				

برآورد فروش سال مالی ۱۴۰۱/۱۲/۲۹				
نام فرآورده	نرخ پوکه / عدد	مقدار - تن	مبلغ نهایی فروش - م.ریال	
پوکه کپسول دارویی ★	طبق پیشبینی معادل ۷۲۰ ریال	6,141,000,000	4,421,520	IRR
داخلی ۱۲ ماهه / پیشبینی				
مبلغ فروش پیشبینی شده دوره ۱۲ ماهه منتهی به ۱۴۰۰/۱۲/۲۹ 4,421,520 IRR				
مبلغ فروش پیشبینی شده دوره ۱۲ ماهه منتهی به ۱۴۰۰/۱۲/۲۹ به دلار آمریکا (نرخ نیما) \$ 18,423,000				
میزان فروش مقداری پوکه کپسول دارویی معادل سال ۱۴۰۰ در نظر گرفته شده است / نرخ فروش با افزایش حدود ۱۵٪ همراه بوده است / فروش شرکت صرفاً در بازار داخل کشور می باشد				
برآورد بهای تمام شده فروش سال مالی ۱۴۰۱/۱۲/۲۹				
مواد مستقیم مصرفی				
نام ماده اولیه	میزان مورد نیاز جهت تحقق برنامه تولید - گرم	نرخ ریالی	مبلغ نهایی - م.ریال	
بودر ژلاتین / GELATIN POWDER	558,611,459	IRR 2,430	IRR 1,357,426	
اقلام بسته بندی	23,614	IRR 1,163,188	IRR 27,468	
مواد اولیه و بسته بندی - عدد	198,476	IRR 173,938	IRR 34,522	
مواد کمکی	26,109,014	IRR 2,350	IRR 61,356	
		مجموع	IRR 1,480,772	
هزینه دستمزد مستقیم تولید و سربار تولید				
مفروضات برآورد	نرخ رشد	25%	دستمزد مستقیم تولید	IRR 268,528
	توضیحات	پیشبینی خود شرکت	سربار تولید	IRR 392,378
اعمال موجودی اول دوره و پایان دوره				
IRR -				
مجموع بهای تمام شده فروش سال ۱۴۰۱ 2,141,677 IRR				
ضریب مصرف بودر ژلاتین به ازای هر عدد پوکه کپسول معادل با 0.092 گرم در نظر گرفته شده است / نرخ بودر ژلاتین برابر با ۹ دلار به ازای هر کیلوگرم مطابق نرخ عمده FOB چین با نرخ نیمایی ۲۷۰ هزار ریال در نظر گرفته شده است / سایر مواد کمکی به میزان 0.0043 گرم به ازای هر کپسول و با ۲۵٪ افزایش نرخ در مقایسه با ۱۴۰۰ در نظر گرفته شده است / سایر مواد مستقیم مصرفی بر اساس سال های قبل و با افزایش ۲۵٪ اعمال شده اند				

صورت سود و زیان کارشناسی شده و مفروضات اساسی تحلیل

سال مالی	واقعی ۱۳۹۹	کارشناسی ۱۴۰۰	کارشناسی ۱۴۰۱
فروش	IRR 1,839,050	IRR 3,388,028	IRR 4,421,520
بهای تمام شده کالای فروش رفته	IRR (773,456)	IRR (1,688,537)	IRR (2,141,677)
سود (زیان) ناخالص	IRR 1,065,594	IRR 1,699,491	IRR 2,279,843
هزینه های عمومی، اداری و تشکیلاتی	IRR (96,522)	IRR (154,215)	IRR (192,769)
(هزینه استثنایی) هزینه کاهش ارزش دریافتی ها	-	-	-
خالص سایر درآمدها (هزینه ها) ی عملیاتی	IRR 629	IRR (870)	-
سود (زیان) عملیاتی	IRR 969,701	IRR 1,544,406	IRR 2,087,074
هزینه های مالی	IRR (35,660)	IRR (60,439)	IRR (78,875)
خالص سایر درآمدها و هزینه های غیرعملیاتی	IRR 41,558	IRR 71,643	IRR 93,497
سود (زیان) خالص عملیات در حال تداوم قبل از مالیات	IRR 975,599	IRR 1,555,610	IRR 2,101,696
مالیات	IRR (216,918)	IRR (345,880)	IRR (467,298)
سود (زیان) خالص عملیات در حال تداوم	IRR 758,681	IRR 1,209,730	IRR 1,634,398
سود (زیان) عملیات متوقف شده پس از اثر مالیاتی	-	-	-
سود (زیان) خالص	IRR 758,681	IRR 1,209,730	IRR 1,634,398
سود (زیان) خالص به دلار آمریکا	IRR	IRR 5,040,543	IRR 5,943,264
سرمایه ثبت شده	300,000	300,000	300,000
سود هر سهم بر اساس آخرین سرمایه	IRR 2,529	IRR 4,032	IRR 5,448
سود هر سهم به دلار آمریکا		\$ 0.0168	\$ 0.0198
حاشیه سود ناخالص	57.9%	50.2%	51.6%
حاشیه سود عملیاتی	52.7%	45.6%	47.2%
حاشیه سود خالص	41.3%	35.7%	37.0%

مفروضات تحلیل			
کارشناسی ۱۴۰۰ (۶ ماهه منتهی به ۱۲/۲۹)		کارشناسی ۱۴۰۱ (۱۲ ماهه منتهی به ۱۲/۲۹)	
مفروضات کلان اقتصادی			
نرخ تورم 25%	نرخ تورم 40%	نرخ ارز نیما	نرخ ارز نیما
270,000	240,000		
مفروضات تولید و فروش			
تولید بوکه کپسول دارویی 6,071,863,685	تولید بوکه کپسول دارویی 6,071,863,685	فروش بوکه کپسول دارویی 6,141,000,000	فروش بوکه کپسول دارویی 6,141,000,000
نرخ بوکه کپسول دارویی 720 ریال	نرخ بوکه کپسول دارویی 627 ریال		
مفروضات بهای تمام شده			
ضریب مصرف بودر ژلاتین گرم 0.092	ضریب مصرف بودر ژلاتین گرم 0.092	نرخ بودر ژلاتین FOB 9 USD/KG	نرخ بودر ژلاتین FOB 9 USD/KG
افزایش دستمزد و هزینه عمومی 25%	افزایش دستمزد و هزینه عمومی 40%	نرخ سایر مواد مصرفی 25%	نرخ سایر مواد مصرفی طبق پیشبینی
سربار طبق پیشبینی	سربار طبق پیشبینی		

سود هر سهم	سال ۱۴۰۰ حاشیه سود ناخالص				
	45%	48%	50%	52%	55%
	3617	3859	4032	4180	4421

سود هر سهم	سال ۱۴۰۱ حاشیه سود ناخالص				
	48%	50%	52%	54%	56%
	5072	5283	5448	5706	5917

ارزشیابی سهام با استفاده از مدل تنزیل سود نقدی / نسبی / نرخ های ضمنی

توجه: ارزشیابی انجام شده به منزله ارزشگذاری یا فاقد آن نبوده و صرفاً نظر شخصی کارشناس تحلیل می باشد و جهت اتخاذ تصمیم درست سرمایه گذاری ممکن است کفایت نکند  

با توجه به انحصار کامل بازار این شرکت در داخل کشور و عدم وجود بنگاه مشابه پذیرفته شده در بورس ارزشگذاری نسبی انجام نشده است ولی در حال حاضر نسبت های قیمت به سود آینده نگر به شرح ذیل می باشند:

$$P/E_f(1400) : 7.09 \quad P/E_f(1401) : 5.24$$

در ارزشیابی سهام به روش تنزیل سود نقدی مطابق محاسبات روبرو ارزش هر برگه سهم شرکت در حدود **۳.۲۲ هزار تومان** برآورد شده است و همچنین بررسی نرخ های ضمنی implied rates و مقایسه آن با انتظارات تحلیلیگر به این نتیجه می رسیم که بازار در حال حاضر سهام این شرکت را با مفروضات تا حدودی محافظه کارانه از نرخ تنزیل و نرخ رشد ارزش پایانی قیمت گذاری کرده است
بنابراین می توان ارزشگذاری این سهم را نتیجه گرفت.

نهایتاً با در نظر گرفتن خطای احتمالی مدل ها اینگونه ارزیابی می گردد که سهام این شرکت در حال حاضر در بازار تا حدودی زیر ارزش منصفانه خود و با فاصله حدود ۱۰٪ از آن معامله می گردد و margin of safety بالایی را ارایه نمی کند لذا سرمایه گذاری در سهام این شرکت به منزله کسب بازدهی از رشد درآمد آتی شرکت است و همچنین تخفیف مختصر نسبت به ارزش ذاتی می باشد.

ارزشیابی	۱۴۰۰	۱۴۰۱	ارزش پایانی (استمرار ۱۴۰۱)
EPS	4032	5448	terminal growth rate 15%
D/E	93%	93%	discount rate 31%
DPS	3750	5067	35593
Rf	23%	23%	
risk premium	13.5%	13.5%	
levered Beta	0.62	0.62	
discount rate	31.4%	31.4%	
سال تا تحقق جریان نقدی	0.27	1.27	1.27
PV	3483	3583	25170
ارزش هر برگه سهم		32236	

تحلیل حساسیت ارزش هر برگه سهم به تغییرات نرخ رشد ارزش پایانی و نرخ تنزیل

نرخ رشد ارزش پایانی / terminal growth rate

نرخ تنزیل / discount rate	10%	12%	15%	20%	25%
29%	28395	31324	37286	56056	121751
30%	27094	29716	34961	50695	97896
31%	25509	27783	32236	44880	77374
33%	23865	25808	29531	39555	62108
35%	22147	23772	26819	34607	50181