



آوای آگاه
AVA AGAH

گزارش تحلیلی شرکت
تولید ژلاتین کپسول ایران (دکپسول)



واحد ریسک و تحلیل

دی ۱۴۰۰

مقایسه

سود خالص
سود دلاری
دوره وصول مطالبات

سود و زیان

مفروضات
سود و زیان
تحلیل حساسیت
حاشیه سود

هزینه‌ها

بهای تمام شده تولید
سربار
مواد مصرفی

تولید و فروش

تعداد تولید
نرخ‌گذاری
نرخ فروش

معرفی شرکت

تاریخچه
اطلاعات نماد
ژلاتین
کیسول ژلاتینی



معرفی شرکت

شرکتی با محصولات انحصاری در ایران

- دکپسول در سال ۱۳۷۵ و با سرمایه ۵۰۰ میلیون ریالی در تهران تاسیس شد. مرکز اصلی شرکت در سال ۱۳۸۱ به شهرستان شهریار انتقال یافت.
- دکپسول از واحدهای فرعی داروسازی فارابی (دفارا) است که خود نیز زیرمجموعه هلدینگ دارویی تامین (تیپیکو) است.
- این شرکت به صورت انحصاری مسئولیت تولید انواع پوکه سخت ژلاتینی کپسول دارویی چاپ شده و چاپ نشده را به عهده دارد.
- سرمایه اولیه شرکت ۵۰ میلیون تومان بود که به تازگی به ۳۰ میلیارد تومان افزایش پیدا کرد.

تاریخ (سال)	سرمایه قبلی	سرمایه جدید
۱۳۸۰	۵۰۰	۲۱.۰۷۶
۱۳۸۳	۲۱.۰۷۶	۴۰.۰۰۰
۱۳۹۴	۴۰.۰۰۰	۱۲۰.۰۰۰
۱۳۹۷	۱۲۰.۰۰۰	۲۰۰.۰۰۰
۱۴۰۰	۲۰۰.۰۰۰	۳۰۰.۰۰۰



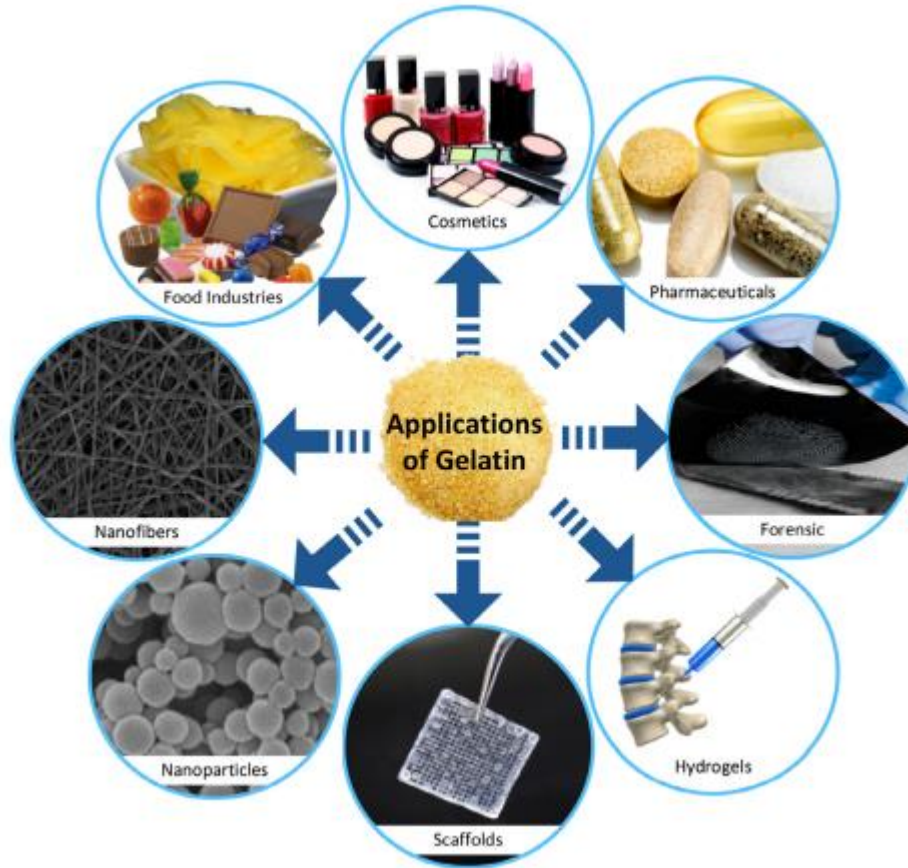
دکپسول در بورس

• سهامداران:

اطلاعات تابلوی معاملاتی شرکت	
۳۰۰۰۰	قیمت (ریال)
۳۰	سرمایه (میلیارد تومان)
۸۹۷	ارزش شرکت (میلیارد تومان)
۷.۵%	بازدهی از ابتدای سال
۳.۳ میلیارد تومان	میانگین ارزش معاملات ۹۰ روزه
۸.۱۲	P/E ttm



ژلاتین، یک ماده همه‌کاره



- ژلاتین از قسمتهایی از بدن حیوانات مانند گاو اهلی، مرغ، خوک و ماهی به دست می‌آید که شکننده و نرم است. این ماده به عنوان یک عامل ژل کننده در مواد غذایی، داروها، کپسولهای دارویی، ویتامین‌ها و مواد آرایشی به کار می‌رود.
- مواد غذایی: پودر ژلاتین در مواد غذایی مانند دسرهای ژلاتینی، خمیر، آبنبات و انواع شیرینی و شکلات استفاده می‌شود. برای شبیه‌سازی چربی در غذاهای کم چرب و برای حجم دادن به ماست، پنیر خامه ای و مارگارین به کار برده می‌شود.
- مواد آرایشی و بهداشتی: در کرم های پوستی، لوسیون‌ها، ماسک صورت، شامپو، نرم کننده و براق کننده استفاده می‌شود.
- دارویی: عمده استفاده دارویی از ژلاتین برای ساخت انواع کپسول‌های نرم و سخت است.



آوای آگاه
AVA AGAH

کیسول دارویی، ظروفی ساخته شده از ژلاتین

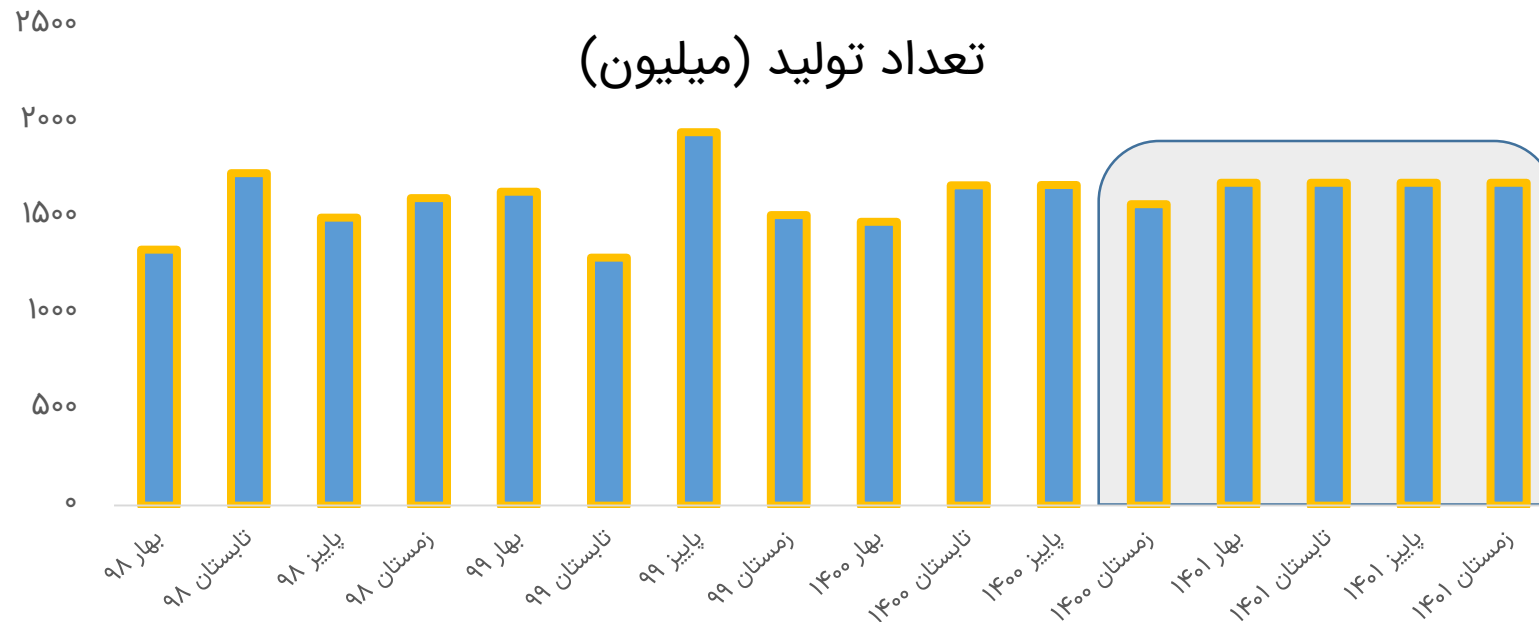
- داروهای خوراکی موثرترین و گسترده ترین شکل دارویی مورد استفاده اند و عمدتاً شامل قرص‌ها، کیسول‌ها و شربت‌ها می‌شوند. کیسول‌ها شکلی از ظروف دارو هستند که تطبیق پذیری بالایی دارند و مانع طعم و مزه نامطلوب دارو می‌شوند. ظاهری جذاب دارند و به هنگام بلع، خاصیت لغزندگی پیدا می‌کنند. از لحاظ پزشکی نیز بی اثر بوده و جذب آنها آسان است. در آب سرد نامحلول است و در دمای ۳۷ درجه سانتیگراد ذوب می‌شود. بنابراین پس از بلعیده شدن در معده ذوب شده و ماده دارویی آن آزاد می‌شود.



تولید و فروش

تولید بالاتر از ظرفیت

- ظرفیت اسمی شرکت با بکارگیری ۱۴ خط تولید، ۵.۲ میلیارد پوکه کپسول در سال است اما با بهینه‌سازی‌های صورت گرفته، ظرفیت واقعی شرکت به حدود ۶.۳ میلیارد عدد در سال رسیده است و با بهره برداری از خط جدید، ظرفیت شرکت به ۶.۷۵ میلیارد پوکه کپسول در سال افزایش پیدا می‌کند.

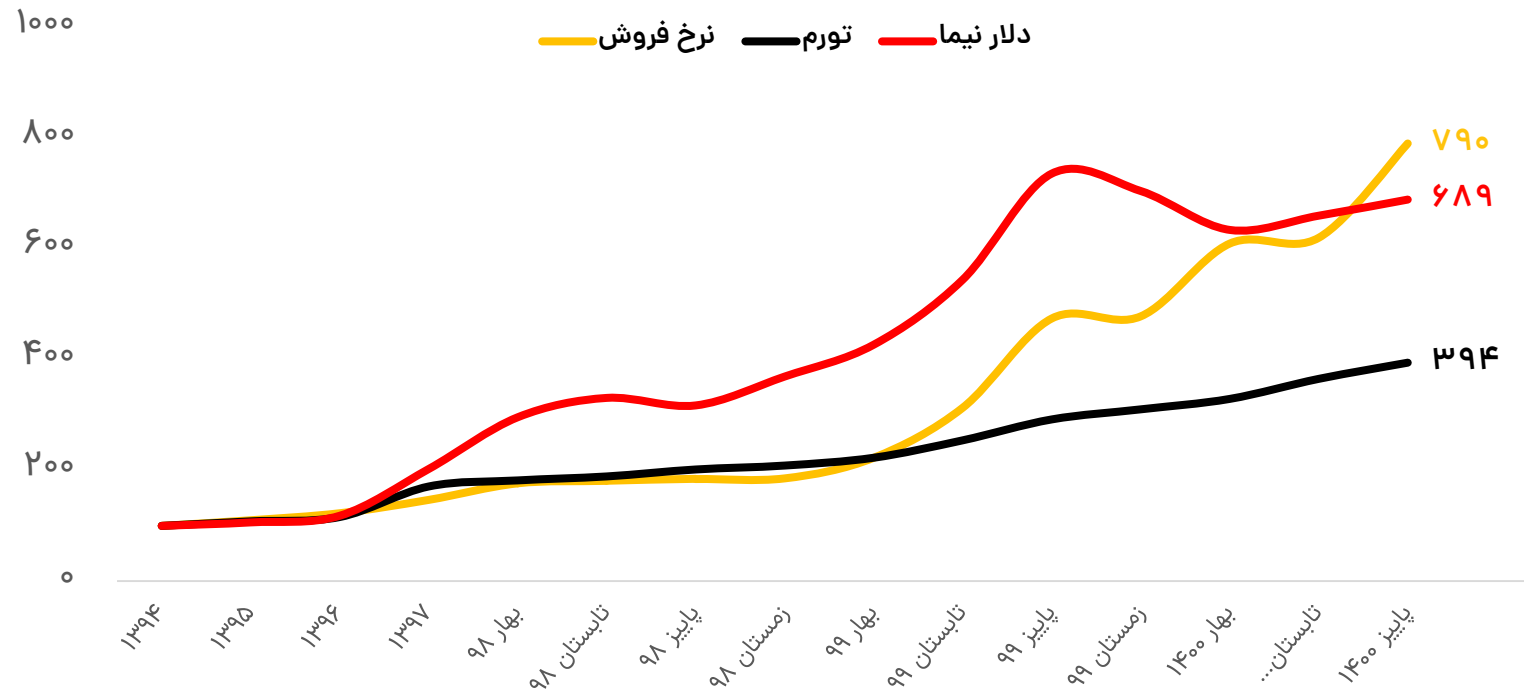




آوای آگاه
AVA AGAH

هیئت مدیره شرکت، تعیین کننده قیمت فروش

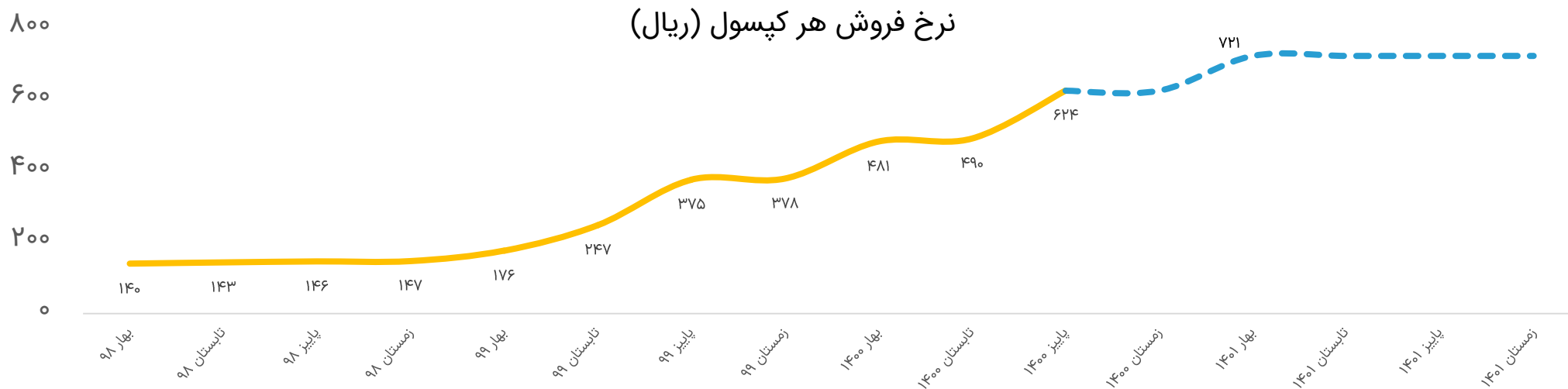
- با توجه به اینکه نهاد تعیین نرخ‌های فروش شرکت، هیئت مدیره شرکت است، افزایش نرخ ها راحتتر از افزایش نرخ باقی شرکت‌های صنعت اعمال می‌شود.
- افزایش نرخ فروش با لحاظ کردن اثر افزایش نرخ ژلاتین در این مدت، به ۶۱۳ کاهش می‌یابد که از رشد دلار کمتر است اما همچنان بالاتر از تورم است.
- نرخ ارز شرکت در بهار سال ۱۳۹۹ از دلار ۴۲۰۰ تومانی به دلار نیما تغییر کرد و نرخ گذاری از تحت نظر سازمان غذا و دارو خارج شد.





روند تغییر نرخ فروش شرکت

- افزایش نرخ های شرکت دوبار در سال و در ابتدای هر ۶ ماه اعمال شده است. افزایش قیمت ها بیش از تورم ۶ ماهه و حتی بیشتر از تغییر نرخ ارز در آن ۶ ماه بوده است. برای سال آینده و برای حفظ جنبه‌ی محتاطانه بودن تحلیل، یکبار افزایش نرخ در ابتدای سال ۱۴۰۱ در نظر گرفته شده است.
- با بررسی آمار گمرک کشور در سال ۱۳۹۹، نرخ هر کیپسول وارداتی ۰.۲۳ سنت برآورد شد. با توجه به افزایش قیمت ژلاتین و هزینه‌های جانبی واردات، این نرخ برای سال ۱۴۰۰ برابر ۰.۳ سنت در نظر گرفته شده است. بر این اساس، نرخ های فروش شرکت در حدود ۱۵ تا ۲۰ درصد پایینتر از نرخ های وارداتی هستند. البته در سال‌های گذشته واردات پوکه کیپسول ژلاتینی ممنوع بوده و صرفا در سال گذشته به میزان کمی واردات شده بود که طبق اطلاعات به دست آمده در سال جاری مجوزی برای واردات داده نشده است.



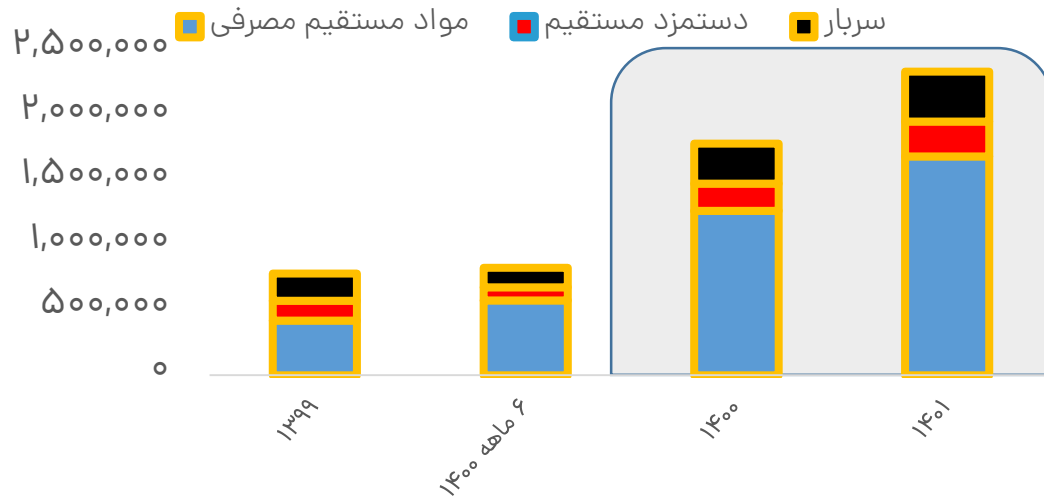


آوای آگاه
AVA AGAH

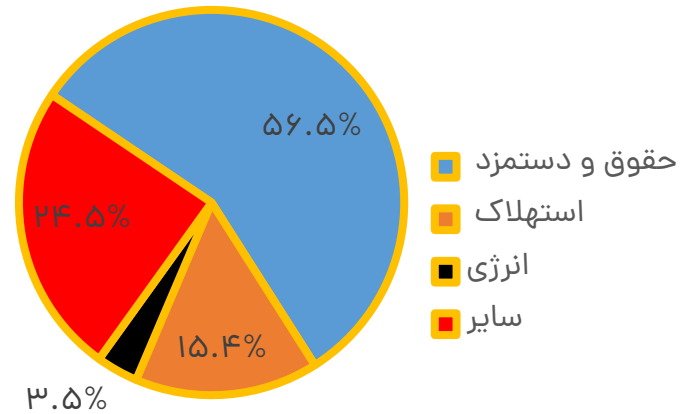
هزینه‌ها



مواد مصرفی و دستمزد، بیشترین بخش از بهای تمام شده



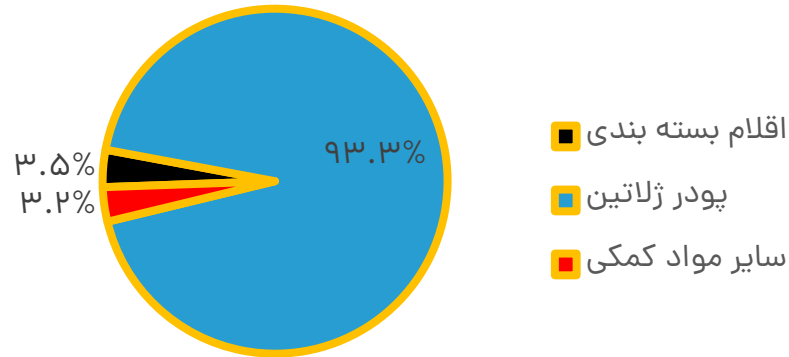
- بهای تمام شده شرکت از مواد مستقیم، دستمزد و سربار تشکیل شده است. سهم مواد مستقیم از بهای تمام شده در طی دوره‌های گذشته افزایش داشته و به ۷۰ درصد بهای تمام شده رسیده است.



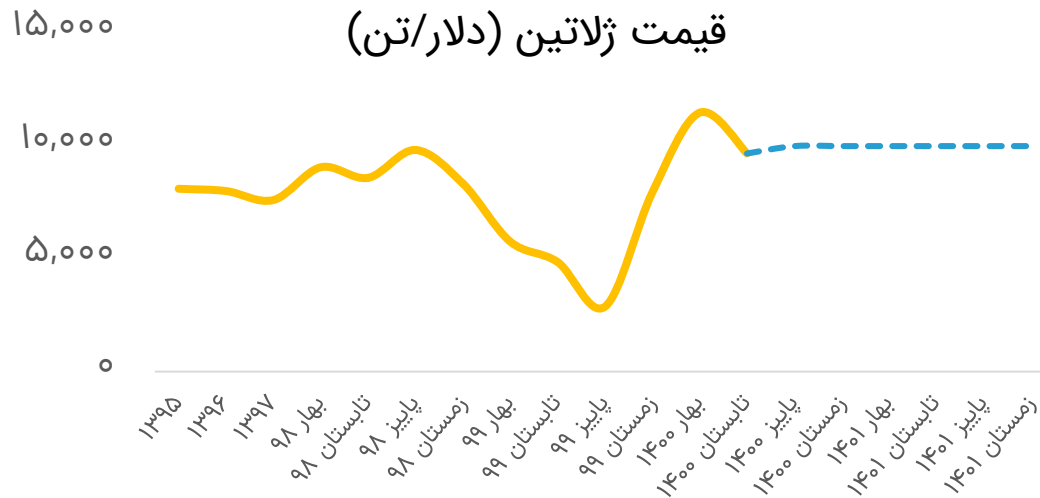
- سربار شرکت از هزینه‌های حقوق و دستمزد، استهلاک، انرژی و سایر تشکیل شده است. به واسطه‌ی خرید خط تولید جدید که هزینه‌ی استهلاک شرکت در دوره‌های بعد را افزایش خواهد داشت.
- هزینه‌ی خط تولید جدید نزدیک به ۱.۵ میلیون دلار است.

بهای تمام شده – مواد مستقیم

ساختار مواد مستقیم شرکت



• سهم مواد مستقیم از بهای تمام شده در طی دوره‌های گذشته افزایش داشته که به دلیل ماهیت دلاری بودن مواد اولیه و به واسطه‌ی افزایش نرخ ارز بوده است. سهم این مواد از کل بهای تمام شده به ۷۰ درصد رسیده و ۹۳ درصد آن مربوط به مصرف پودر ژلاتین است که تمام آن وارداتی است. باقی مواد اولیه داخلی هستند.



• میانگین قیمت پودر ژلاتین خریداری شده توسط شرکت در سالهای گذشته ۷۹۰۰ دلار در تن بوده اما به دلیل تورم مواد دارویی و غذایی، برای ادامه سال و سال آینده قیمت ۱۰ هزار دلار برآورد شده است.

سود و زیان



- بر اساس لایحه بودجه سال ۱۴۰۱، نرخ مالیات شرکت‌های تولیدی از ۲۵ درصد به ۲۰ درصد کاهش خواهد یافت. در همین راستا نرخ مالیات موثر شرکت برای سال ۱۴۰۱، ۱۸٪ در نظر گرفته شده است.

مفروضات	۱۳۹۸	۱۳۹۹	بهار ۱۴۰۰	تابستان ۱۴۰۰	پاییز ۱۴۰۰	زمستان ۱۴۰۰	۱۴۰۰	۱۴۰۱
مقدار تولید	۶,۱۸۵,۳۵۹,۱۸۰	۶,۴۰۴,۲۷۹,۲۱۰	۱,۴۸۲,۲۶۰,۲۸۰	۱,۶۷۴,۰۷۲,۲۰۰	۱,۶۷۵,۸۵۶,۲۴۵	۱,۵۷۵,۰۰۰,۰۰۰	۶,۴۰۷,۱۸۸,۷۲۵	۶,۷۵۰,۰۰۰,۰۰۰
تعداد خطوط تولید	۱۴	۱۴	۱۴	۱۴	۱۴	۱۴	۱۴	۱۵
نرخ فروش	۱۴۴	۲۸۹	۴۸۱	۴۹۰	۶۲۴	۶۲۴	۵۵۳	۷۲۱
دلار نیما	۱۱۲,۴۱۰	۲۰۶,۲۹۷	۲۱۷,۰۰۱	۲۲۵,۷۹۷	۲۳۵,۷۳۴	۲۵۰,۰۰۰	۲۳۲,۱۳۳	۲۸۵,۰۰۰
تورم	۲۲٪	۴۹٪	۶٪	۱۱٪	۸٪	۷٪	۳۶٪	۳۰٪
قیمت هر تن ژلاتین	۸,۶۳۴	۶,۰۵۳	۱۱,۴۷۱	۹,۶۶۹	۱۰,۰۰۰	۱۰,۰۰۰	۱۰,۲۸۵	۱۰,۰۰۰
نرخ افزایش دستمزد								۱۵٪
مالیات موثر	۲۲.۵٪	۲۲.۵٪					۲۲.۵٪	۱۸٪
سود خالص (میلیون ریال)	۲۴۵,۷۴۴	۷۵۸,۶۸۱	۲۷۲,۷۲۳	۲۸۸,۴۲۵	۳۹۵,۱۳۹	۳۳۱,۶۷۷	۱,۲۸۷,۹۶۴	۱,۹۱۶,۱۵۷
سود خالص دلاری	۲,۱۸۶,۱۴۰	۳,۶۷۷,۶۱۱	۱,۲۵۶,۷۸۲	۱,۲۷۷,۳۶۴	۱,۶۷۶,۲۰۸	۱,۳۲۶,۷۰۸	۵,۵۴۸,۳۸۹	۶,۷۲۳,۳۵۶



آوای آگاه
AVA AGAH

تقسیم سود بالاتر از صنعت، نکته مثبت شرکت

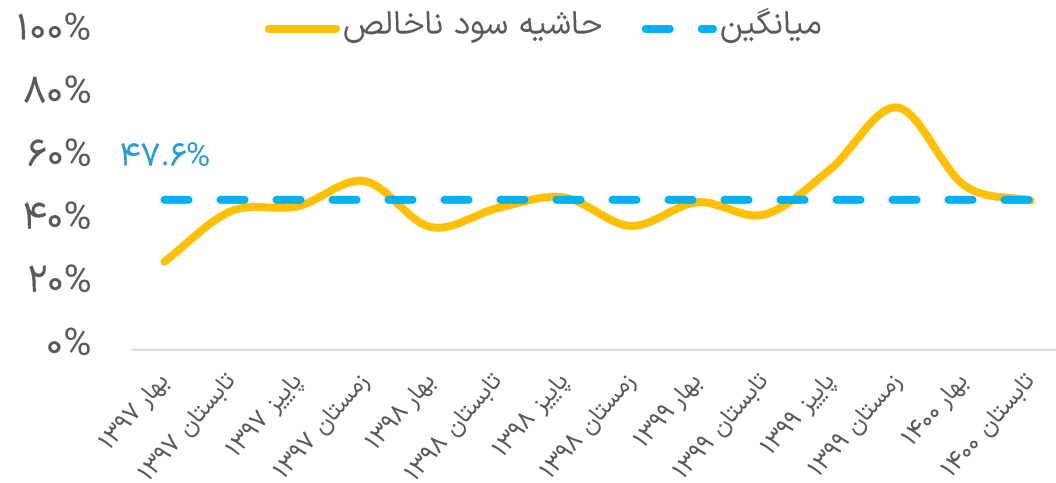
- با توجه به مفروضات مطرح شده، سود هر سهم برای سال ۱۴۰۰ و ۱۴۰۱ به ترتیب برابر ۴۲۹۳ و ۶۳۸۷ ریال خواهد بود و با فرض تقسیم سود ۹۰ درصدی، نسبت P/E سهم در محدوده ۴ واحد قرار دارد. تقسیم سود صنعت دارویی ۷۹ درصد است.

دوره مالی	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۶ ماهه ۱۴۰۰	پاییز ۱۴۰۰	زمستان ۱۴۰۰	۱۴۰۰	۱۴۰۱
فروش	۴۷۰,۸۹۴	۶۵۱,۷۴۲	۹۰۷,۹۰۹	۱,۸۳۹,۰۵۰	۱,۵۸۷,۹۱۱	۱,۰۲۴,۴۵۶	۹۳۵,۸۹۰	۳,۵۴۴,۱۶۱	۴,۸۶۶,۸۱۴
بهای تمام شده کالای فروش رفته	(۲۹۱,۰۱۲)	(۳۶۱,۳۶۹)	(۵۱۵,۸۷۴)	(۷۷۳,۴۵۶)	(۸۰۰,۵۲۰)	(۴۸۱,۴۰۲)	(۴۷۹,۲۷۳)	(۱,۷۶۱,۱۹۵)	(۲,۳۵۳,۶۸۴)
سود (زیان) ناخالص	۱۷۹,۸۸۲	۲۹۰,۳۷۳	۳۹۲,۰۳۵	۱,۰۶۵,۵۹۴	۷۸۷,۳۹۱	۵۴۳,۰۵۴	۴۵۶,۶۱۷	۱,۷۸۲,۹۶۵	۲,۵۱۳,۱۳۰
هزینه های عمومی، اداری و تشکیلاتی	(۴۸,۱۱۸)	(۵۲,۷۶۷)	(۶۹,۱۵۴)	(۹۶,۵۲۲)	(۷۳,۷۱۹)	(۴۰,۵۰۹)	(۴۰,۵۴۰)	(۱۵۴,۷۶۹)	(۱۸۹,۳۰۶)
خالص سایر درآمدها (هزینه های عملیاتی)	(۱۵,۶۲۹)	(۷,۵۸۹)	(۱,۳۴۳)	۶۲۹	(۱,۷۵۲)	۰	۰	(۱,۷۵۲)	۰
سود (زیان) عملیاتی	۱۱۶,۱۳۵	۲۳۰,۰۱۷	۳۲۱,۵۳۸	۹۶۹,۷۰۱	۷۱۱,۹۲۰	۵۰۲,۵۴۴	۴۱۶,۰۷۶	۱,۶۳۰,۵۴۱	۲,۳۲۳,۸۲۴
هزینه های مالی	(۵۲,۴۸۵)	(۵۵,۱۶۴)	(۱۲,۷۴۰)	(۳۵,۶۶۰)	(۲۷,۹۳۹)	(۷,۳۵۲)	۰	(۳۵,۲۹۱)	(۴۲,۸۳۰)
خالص سایر درآمدها و هزینه های غیر عملیاتی	۲۲,۱۱۲	۴۰,۰۴۹	۱۳,۷۷۸	۴۱,۵۵۸	۳۷,۳۰۹	۱۱,۸۹۴	۱۱,۸۹۴	۶۱,۰۹۷	۵۵,۷۸۲
سود (زیان) خالص قبل از مالیات	۸۵,۷۶۲	۲۱۴,۹۰۲	۳۲۲,۵۷۶	۹۷۵,۵۹۹	۷۲۱,۲۹۰	۵۰۷,۰۸۷	۴۲۷,۹۷۰	۱,۶۵۶,۳۴۷	۲,۳۳۶,۷۷۶
مالیات	(۱۶,۸۲۳)	(۶۳,۸۷۹)	(۷۶,۸۳۲)	(۲۱۶,۹۱۸)	(۱۶۰,۱۴۲)	(۱۱۱,۹۴۸)	(۹۶,۲۹۳)	(۳۶۸,۳۸۳)	(۴۲۰,۶۲۰)
سود (زیان) خالص	۶۸,۹۳۹	۱۵۱,۰۲۳	۲۴۵,۷۴۴	۷۵۸,۶۸۱	۵۶۱,۱۴۸	۳۹۵,۱۳۹	۳۳۱,۶۷۷	۱,۲۸۷,۹۶۴	۱,۹۱۶,۱۵۷
سود خالص هر سهم	۵۷۴	۱,۲۵۹	۱,۲۲۹	۳,۷۹۳	۲,۸۰۶	۱,۳۱۷	۱,۱۰۶	۴,۲۹۳	۶,۳۸۷
سرمایه	۱۲۰,۰۰۰	۱۲۰,۰۰۰	۱۲۰,۰۰۰	۲۰۰,۰۰۰	۲۰۰,۰۰۰	۲۰۰,۰۰۰	۳۰۰,۰۰۰	۳۰۰,۰۰۰	۳۰۰,۰۰۰

حاشیه سود بالای شرکت، عاملی برای ثبات سودآوری

قیمت ژلاتین (دلار/تن)	۷۰۰۰	۸۵۰۰	۱۰۰۰۰	۱۱۵۰۰
سود سال ۱۴۰۰	۴,۵۰۰	۴,۳۹۷	۴,۲۹۳	۴,۱۹۰
سود سال ۱۴۰۱	۷,۱۴۷	۶,۷۶۷	۶,۳۸۷	۶,۰۰۷

در صورت تغییر قیمت خرید ژلاتین در ادامه سال و سال آینده و با فرض عدم تغییر نرخ دلار با مفروضات، سود هر سهم این سالها بر اساس جدول رو به رو تغییر خواهد کرد. برای تحلیل حساسیت، افزایش نرخ بدون لحاظ کردن اثر تغییر قیمت ژلاتین و بر اساس تورم لحاظ شده است.



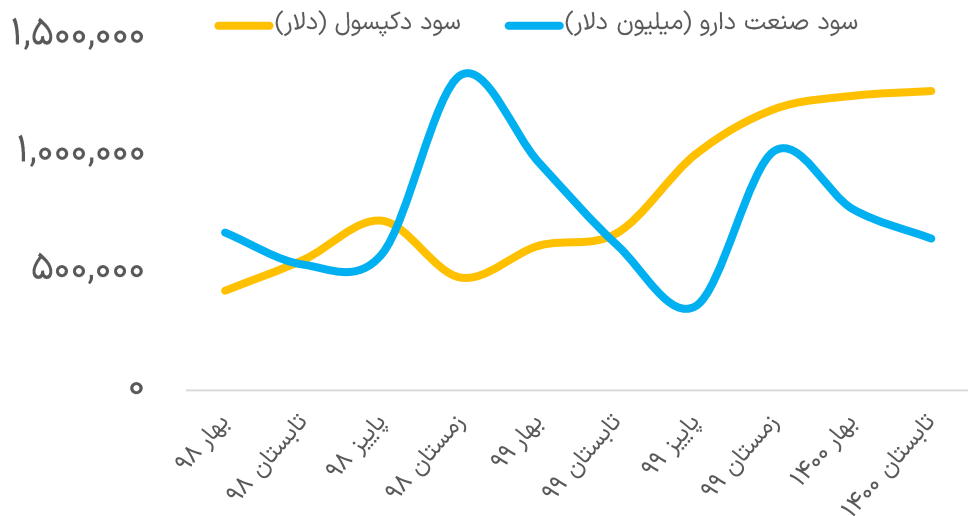
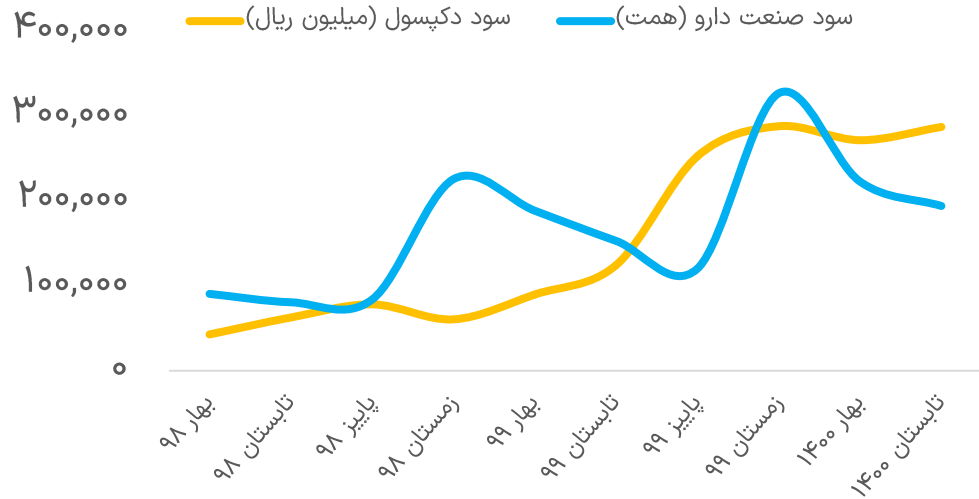
با توجه به جدول مقابل می‌توان دریافت درصد تغییر سود خالص دکپسول نسبت به درصد تغییر قیمت خرید ژلاتین، ۰.۴ است و با افزایش/کاهش ۱۵ درصدی قیمت ژلاتین، سود خالص دکپسول ۶ درصد کاهش/افزایش می‌یابد.

از دلایل این موضوع می‌توان به حاشیه سود بالای شرکت اشاره کرد که اهرم عملیاتی شرکت را کاهش داده است و اثر تغییرات زیاد بهای تمام شده را تا حد زیادی خنثی می‌کند.

مقایسه



روند صعودی سود خالص دلاری شرکت بر خلاف صنعت



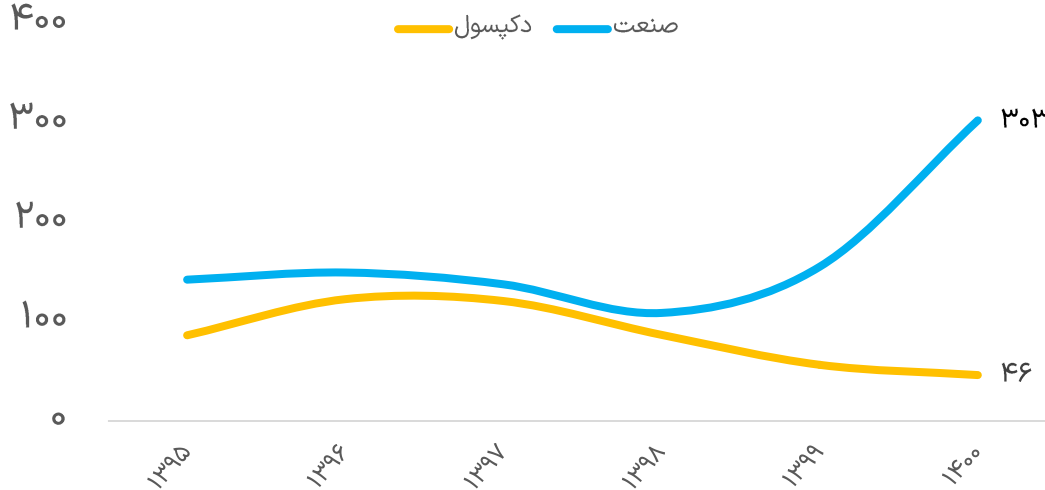
- در مقایسه‌ی شرکت و صنعت از نظر سودآوری، شاهد روند دوره‌ای در صنعت و روند رو به رشد در شرکت هستیم.
- سود خالص صنعت در زمستان افزایش چشم‌گیری دارد اما در فصل‌های بعد از آن، روند رو به افتی را تجربه می‌کند و این الگو در سال‌های قبل تکرار شده است. اما در شرکت، شاهد رشد دائمی روند سودآوری هستیم. البته می‌توان گفت سود ۳ ماهه دوم پس از افزایش نرخ در برخی دوره‌ها کمی افت داشته اما میزان آن چشم‌گیر نیست.
- سود دلاری شرکت در دوره‌های اخیر همواره در حال رشد بوده ولی سود خالص صنعت دارو روند نزولی داشته و از ۲۶۷ میلیون دلار در زمستان ۱۳۹۸، به ۱۲۹ میلیون دلار در تابستان رسیده است.
- لازم به ذکر است که مقایسه سود دلاری شرکت و صنعت با علم بر اینکه این مقایسه به دلیل اختصاص ارزش ترجیحی به شرکت‌های صنعت می‌تواند محل اشکال باشد انجام گرفته است.



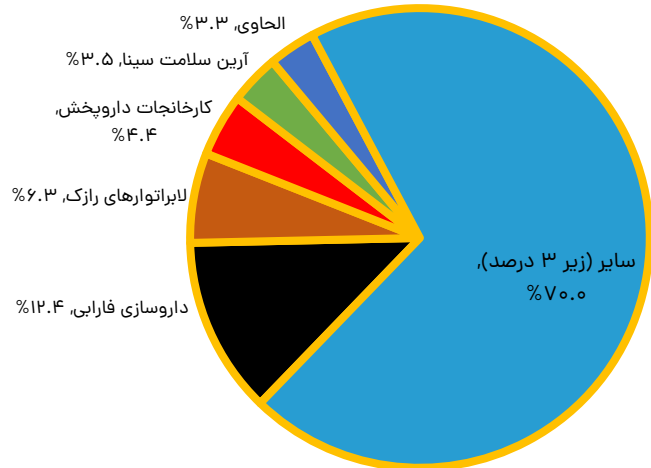
آوای آگاه
AVA AGAH

تعداد بالای مشتریان، عامل پایین بودن دوره وصول مطالبات

دوره وصول مطالبات (روز)



مشتریان عمده شرکت



- دوره وصول مطالبات شرکت برخلاف صنعت کاهش داشته است. از دلایل این مسئله، ناچیز بودن فروش شرکت در مقایسه با کل فروش صنعت و همینطور تعداد مشتریان بالای شرکت است.

- بر اساس آمارنامه دارویی سال ۱۳۹۹، نسبت فروش سال ۱۳۹۹ شرکت به ارزش فروش شرکت‌های دارویی در همان سال در حدود ۰.۵ درصد است.

- بزرگترین خریدار شرکت، داروسازی فارابی است. مبلغ خرید داروسازی فارابی از دکپسول، تنها ۹.۵ درصد از کل خرید مواد اولیه و بسته‌بندی داروسازی فارابی را تشکیل می‌دهد.

- بنابراین به دلیل تنوع زیاد مشتریان و ارزش ریالی پایین برای هر یک از آنها و انحصار دکپسول در تولید پوکه‌های کپسول در ایران، دوره وصول مطالبات شرکت بطور قابل توجهی پایین‌تر از متوسط صنعت است.