



تدبیر انتخاب فردا

تحلیل بنیادی تولید ژلاتین کپسول ایران  
(دکپسول)

تدبیر انتخاب فردا

شهریور ۱۴۰۱

با توجه به اینکه شرکت تولید ژلاتین کپسول ایران تنها تولید کننده پوکه کپسول در ایران می‌باشد و همچنین قصد این شرکت برای افزایش تولید به میزان تقریباً ۱۵% (بهره برداری در خردادماه ۱۴۰۲) و کسب بازارهای بین‌المللی و ارزآوری، وضعیت این شرکت در این گزارش مورد بررسی قرار گرفته است.

طبق ارزیابی تحلیلی، ارزش هر سهم به روش ترکیبی (که جلوتر به جزییات آن ذکر شده است) ۶۲۶۲۰ ریال برآورد گردیده است که ۴۰% بالاتر از قیمت روز سهم می‌باشد.

|        |                      |
|--------|----------------------|
| ۴۴۰۰۰  | قیمت سهام (ریال)     |
| ۸۶۸۶   | EPS (FORWARD) (ریال) |
| ۵.۰۶   | P/E (FORWARD)        |
| ۷.۴۷   | P/E (TTM)            |
| %۲۱.۷۵ | شناوری سهام          |



- شرکت تولید ژلاتین کپسول ایران در سال ۱۳۷۵ به صورت سهامی خاص تاسیس شد. در سال ۱۳۹۷ طبق مصوبه هیئت مدیره و تحت نظارت سازمان بورس، شرکت به سهامی عام تغییر ماهیت داده و اساسنامه شرکت متناسب با آن تغییر کرد.
- محصول اصلی شرکت پوکه ژلاتینی کپسول می‌باشد که در صنعت دارو بسیار پر مصرف می‌باشد. قیمت فروش محصولات توسط هیئت مدیره شرکت و با نظارت سازمان غذا و دارو تعیین می‌گردد.
- ۹۶ درصد ماده اولیه مصرفی پودر ژلاتین می‌باشد که با انجام واردات از کشورهای مختلف وارد می‌گردد. ۴ درصد باقیمانده نیز شامل رنگ‌ها، تیتانیوم و بسته بندی می‌شود.
- در حال حاضر دکپسول تنها تولید کننده پوکه کپسول در ایران و دارای انحصار در تولید این محصول می‌باشد. شرکت قصد دارد علاوه بر تامین نیاز داخلی، اقدام به صادرات محصول خود به کشورهای خاورمیانه نماید. اصلی ترین رقبا شرکت کپس ژل بلژیک، سوهانگ کره جنوبی و ACG هند می‌باشند. شرکت در حال حاضر اقدام به تامین پوکه کپسول برای حدود ۲۵۰ شرکت دارویی در داخل کشور کرده است.
- پوکه‌های کپسول معمولا از دو ماده اولیه استخوان خوک و گاو ساخته می‌شوند که در کشور ایران و دیگر کشورهای اسلامی به دلیل حرام و نجس بودن خوک، از نوع گاوی آن استفاده می‌شود.
- با پیشرفت تکنولوژی برخی از کارخانجات به استفاده از ژلاتین ماهی روی آورده‌اند که جذب اکسیژن کمتری نسبت به بقیه انواع ژلاتین‌ها دارد.



| درصد مالکیت | سهامداران                                   | بازدهی  | بازه زمانی |
|-------------|---|---------|------------|
| ۶۶.۹۹%      | داروسازی فارابی                             | +۱۳.۶۷% | ۳ ماهه     |
| ۴.۰۱%       | FIN Sticking Depository Amtelon Forsat Fund | +۶۴.۷۵% | ۶ ماهه     |
| ۲.۳۹%       | شرکت بیمه ملت                               | +۵۲.۳۴% | ۹ ماهه     |
| ۲.۲۳%       | گروه مالی شهر                               | +۵۲.۷۳% | ۱۲ ماهه    |
| ۱.۵۲%       | شخص حقیقی                                   |         |            |
| ۱.۲%        | صندوق سرمایه گذاری مشترک پیشتاز             |         |            |
| ۲۱.۶۶%      | سایر سهامداران                              |         |            |

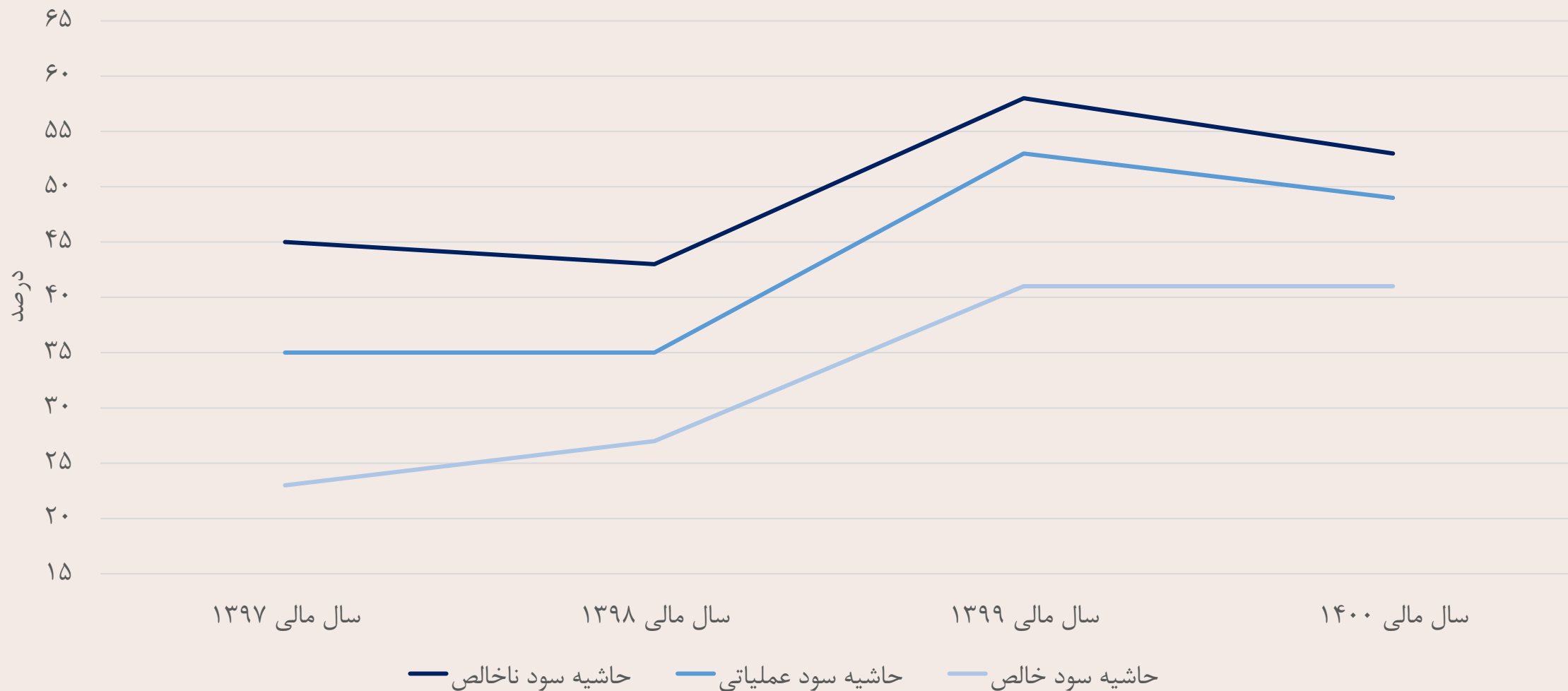


- وجود تحریم خارجی: با توجه به وارداتی بودن مواد اولیه شرکت و همچنین واردات خط تولید جدید از خارج کشور، تحریم‌های علیه ایران می‌تواند بزرگترین ریسک برای شرکت به حساب آید.
- وابستگی نرخ گذاری به سازمان غذا و دارو: قیمت گذاری محصولات این شرکت نیاز به تایید سازمان غذا و دارو دارد، با توجه به وابستگی مواد اولیه به دلار، نوسان قیمت ارز از یک طرف و عدم تغییر قیمت محصولات توسط سازمان غذا و دارو از طرف دیگر، می‌تواند یکی از ریسک‌های شرکت به حساب بیاید.
- خط تولید جدید و امکان صادرات: با توجه به اقدام شرکت جهت راه‌اندازی خط تولید جدید و امکان صادرات محصولات حلال به کشورهای اسلامی، این ظرفیت می‌تواند تاثیر به‌سزایی در سودآوری شرکت داشته باشد.
- انحصار در تولید کپسول: شرکت تولید ژلاتین کپسول ایران تنها تولید کننده این محصول در ایران می‌باشد. عدم وجود رقیب یکی از مزایای این شرکت است.
- هزینه انرژی و دستمزد ارزان نسبت به رقبا خارجی کار را برای صادرات این شرکت به سایر کشورها آسان‌تر می‌کند.

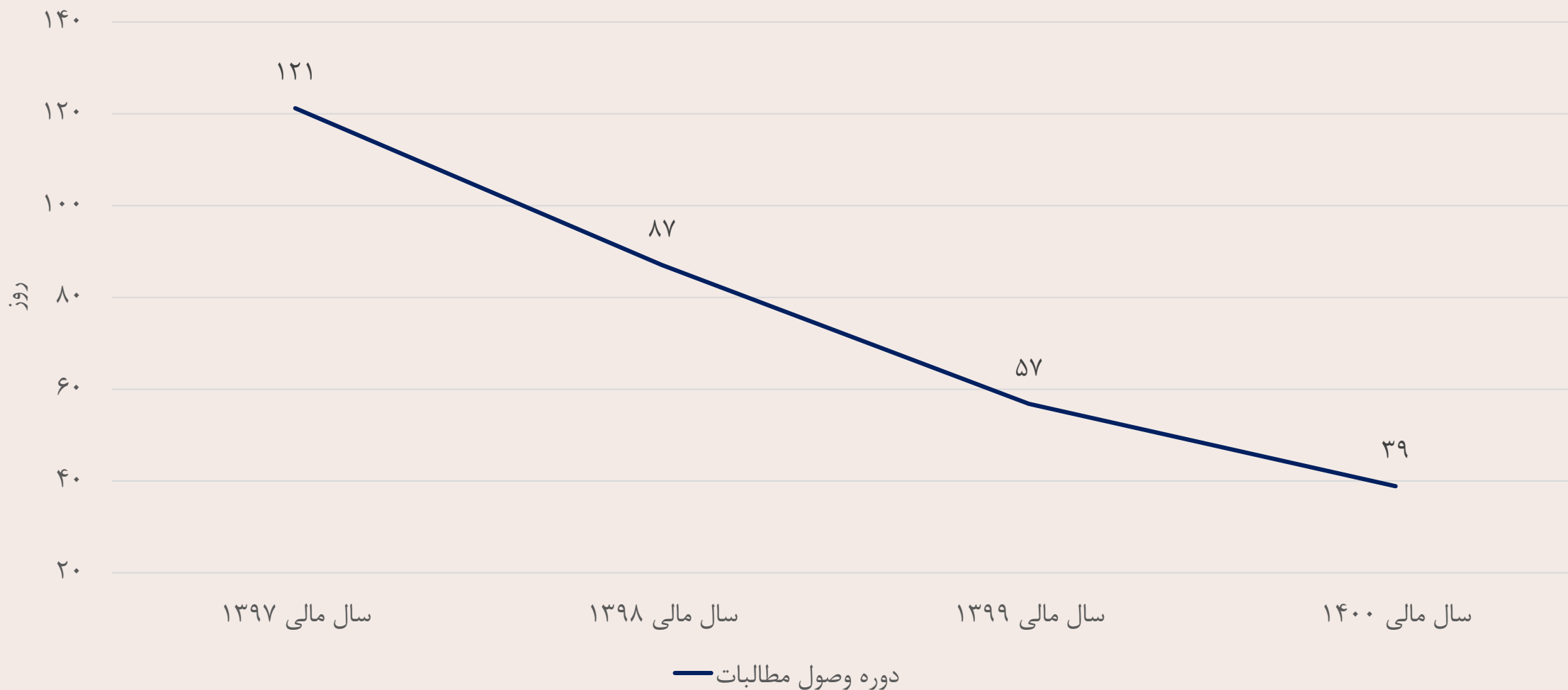
شرکت تولید ژلاتین کپسول ایران جهت بهبود عملکرد خود، قصد دارد تا خط تولید جدیدی را با ظرفیت ۹۰۰ میلیون پوکه در سال راه‌اندازی کند. این طرح نیاز به ۱۲۵۰ میلیارد ریال سرمایه‌گذاری دارد که ۱۲۰ میلیارد ریال آن تا کنون انجام شده و پروژه دارای پیشرفت ۴۵ درصدی می‌باشد. مابقی سرمایه مورد نیاز برای خرید ماشین آلات تولید پوکه به صورت اعتباری از طریق بانک تامین می‌گردد. این طرح جهت گسترش بازار صادراتی شرکت در خاورمیانه و صادرات می‌باشد. تاریخ بهره‌برداری از این طرح خرداد ۱۴۰۲ است. لازم به ذکر است ظرفیت عملی کنونی شرکت ۶۰۱۵۰ میلیارد عدد کپسول در سال می‌باشد که این طرح توسعه، باعث افزایش ۱۵ درصدی تولید محصول می‌شود. همچنین شرکت در نظر دارد محصولات جدیدی به شرح زیر را به بازار عرضه نماید:

- کپسول پرشونده با مایع: زمانی که ماده موثره دارو مایع باشد، استفاده از این نوع کپسول بهترین انتخاب است. این کپسول به زودی جایگزین کپسول‌های نرم خواهد شد.
- کپسول ژلاتین ماهی: ممنوعیت برخی از ادیان در استفاده از کپسول ژلاتین حیوانی (خوکی یا گاوی) یکی از دلایل استفاده از ژلاتین ماهی در کپسول می‌باشد. نفوذپذیری اکسیژن در کپسول ژلاتین ماهی کمتر از بقیه انواع کپسول است از این رو مورد استفاده قرار می‌گیرد.
- کپسول مرواریدی: این کپسول‌ها دارای جذابیت ظاهری ویژه‌ای می‌باشند و در داروهای مکمل جهت جذب مشتری و برندینگ کاربرد دارند.
- کپسول طعم‌دار: این نوع کپسول برای بیماران با حساسیت بالا و همچنین کودکان به دلیل جذابیت، بیشتر مورد استفاده قرار می‌گیرد.

حاشیه سود

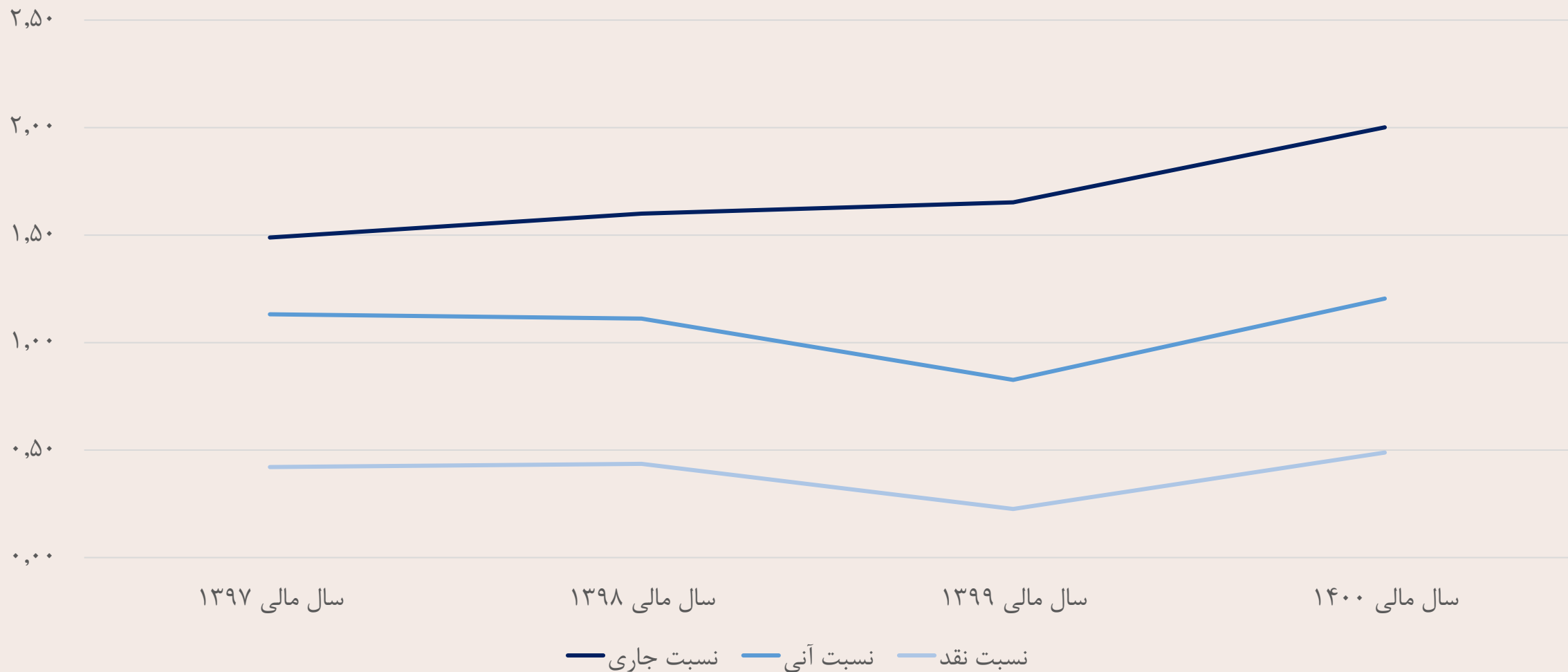


دوره وصول مطالبات

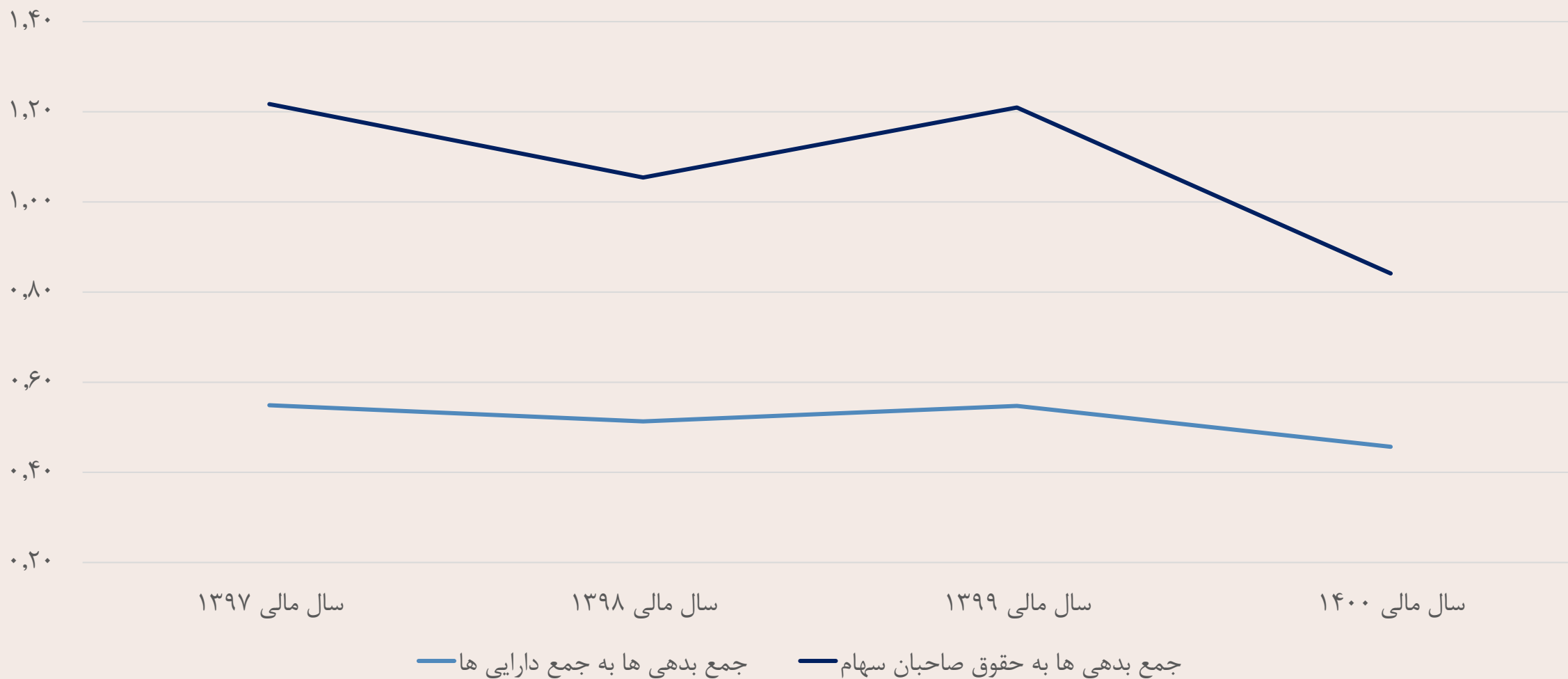




نسبت نقدینگی



وضعیت بدهی



## مفروضات ارزشگذاری

| مقدار | پارامتر        |
|-------|----------------|
| ۲۰%   | $R_f$          |
| ۳۲%   | $R_m$          |
| ۵۵%   | $\beta$        |
| ۱۰%   | $g$            |
| ۲۷%   | CAPM           |
| ۹۰%   | درصد تقسیم سود |

## مفروضات سود و زیان

| ۱۴۰۴    | ۱۴۰۳    | ۱۴۰۲    | ۱,۴۰۱   |                       |
|---------|---------|---------|---------|-----------------------|
| ۳۰۵,۰۰۰ | ۲۹۰,۰۰۰ | ۲۸۰,۰۰۰ | ۲۷۰,۰۰۰ | دلار نیمایی           |
| ۱۳      | ۱۱.۵۰   | ۱۰      | ۹.۵۰    | نرخ ژلاتین (سنت)      |
| ۱,۵۰۰   | ۱,۲۰۰   | ۱,۰۵۰   | ۹۰۰     | نرخ فروش کپسول (ریال) |
| ۲۰%     | ۲۵%     | ۳۵%     | ۳۵%     | تورم                  |

## پیش‌بینی سود

| پیش‌بینی ۱۴۰۴ | پیش‌بینی ۱۴۰۳ | پیش‌بینی ۱۴۰۲ | پیش‌بینی ۱۴۰۱ | پیش‌بینی ۹ ماهه ۱۴۰۱ | ۳ ماهه ۱۴۰۱ | ۱۲ ماهه ۱۴۰۰ | ۱۲ ماهه ۱۳۹۹ | دوره مالی   |
|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------------|-------------|--------------|--------------|---|
| ۱۱,۱۳۴,۵۰۰    | ۸,۹۰۷,۶۰۰     | ۷,۵۶۰,۰۰۰     | ۵,۸۴۵,۵۸۸     | ۴,۴۰۳,۰۶۸            | ۱,۴۴۲,۵۲۰   | ۳,۴۵۶,۷۰۱    | ۱,۸۳۹,۰۵۰    | فروش  |
| (۴,۴۶۱,۳۸۱)   | (۳,۷۶۸,۳۸۲)   | (۳,۰۸۳,۳۰۴)   | (۲,۳۸۲,۸۸۱)   | (۱,۸۳۲,۹۹۰)          | (۵۴۹,۸۹۱)   | (۱,۶۲۰,۴۰۹)  | (۷۷۳,۴۵۶)    | بهای تمام شده کالای فروش رفته                     |
| ۶,۶۷۳,۱۱۹     | ۵,۱۳۹,۲۱۸     | ۴,۴۷۶,۶۹۶     | ۳,۴۶۲,۷۰۷     | ۲,۵۷۰,۰۷۸            | ۸۹۲,۶۲۹     | ۱,۸۳۶,۲۹۲    | ۱,۰۶۵,۵۹۴    | سود (زیان) ناخالص                                 |
| (۲۱۲,۹۸۸)     | (۱۷۷,۸۲۹)     | (۲۴۶,۵۲۲)     | (۱۸۳,۱۳۶)     | (۱۳۷,۳۵۲)            | (۴۵,۷۸۴)    | (۱۴۹,۸۸۸)    | (۹۶,۵۲۲)     | هزینه های عمومی، اداری و تشکیلاتی                 |
| ۰             | ۰             | ۰             | ۰             | ۰                    | ۰           | ۰            | ۰            | هزینه کاهش ارزش دریافتی‌ها (هزینه استثنایی)       |
| ۰             | ۰             | ۰             | ۰             | ۰                    | ۰           | ۲,۱۹۶        | ۶۲۹          | خالص سایر درآمدها (هزینه ها) ی عملیاتی            |
| ۶,۴۶۰,۱۳۰     | ۴,۹۶۱,۳۸۹     | ۴,۲۳۰,۱۷۴     | ۳,۲۷۹,۵۷۱     | ۲,۴۳۲,۷۲۶            | ۸۴۶,۸۴۵     | ۱,۶۸۸,۶۰۰    | ۹۶۹,۷۰۱      | سود (زیان) عملیاتی                                |
| (۱۱۶,۸۸۹)     | (۹۳,۵۱۲)      | (۷۴,۸۰۹)      | (۵۹,۸۴۷)      | (۴۵,۹۲۹)             | (۱۳,۹۱۸)    | (۵۰,۶۶۰)     | (۳۵,۶۶۰)     | هزینه های مالی                                    |
| ۰             | ۰             | ۰             | ۶۶,۳۰۵        | ۴۰,۰۰۰               | ۲۶,۳۰۵      | ۸۳,۳۶۵       | ۴۱,۵۵۸       | خالص سایر درآمدها و هزینه های غیرعملیاتی          |
| ۶,۳۴۳,۲۴۱     | ۴,۸۶۷,۸۷۷     | ۴,۱۵۵,۳۶۵     | ۳,۲۸۶,۰۲۹     | ۲,۴۲۶,۷۹۷            | ۸۵۹,۲۳۲     | ۱,۷۲۱,۳۰۵    | ۹۷۵,۵۹۹      | سود (زیان) خالص عملیات در حال تداوم قبل از مالیات |
| (۱,۲۶۸,۶۴۸)   | (۹۷۳,۵۷۵)     | (۸۳۱,۰۷۳)     | (۶۷۶,۳۶۴)     | (۴۸۵,۳۵۹)            | (۱۹۱,۰۰۵)   | (۳۱۳,۱۳۵)    | (۲۱۶,۹۱۸)    | مالیات  |
| ۵,۰۷۴,۵۹۳     | ۳,۸۹۴,۳۰۲     | ۳,۳۲۴,۲۹۲     | ۲,۶۰۹,۶۶۴     | ۱,۹۴۱,۴۳۷            | ۶۶۸,۲۲۷     | ۱,۴۰۸,۱۷۰    | ۷۵۸,۶۸۱      | سود (زیان) خالص عملیات در حال تداوم               |
| ۰             | ۰             | ۰             | ۰             | ۰                    | ۰           | ۰            | ۰            | سود (زیان) عملیات متوقف شده پس از اثر مالیاتی     |
| ۵,۰۷۴,۵۹۳     | ۳,۸۹۴,۳۰۲     | ۳,۳۲۴,۲۹۲     | ۲,۶۰۹,۶۶۴     | ۱,۹۴۱,۴۳۷            | ۶۶۸,۲۲۷     | ۱,۴۰۸,۱۷۰    | ۷۵۸,۶۸۱      | سود (زیان) خالص                                   |
| ۱۶,۸۸۳        | ۱۲,۹۵۶        | ۱۱,۰۶۰        | ۸,۶۸۶         | ۶,۴۵۹                | ۲,۲۲۷       | ۴,۶۹۴        | ۳,۷۹۳        | سود هر سهم پس از کسر مالیات                       |
| ۲.۶۷          | ۳.۴۷          | ۴.۰۷          | ۵.۰۶۶         | ۶.۸۱۲                |             |              |              | P/E (FORWARD)                                     |

در جدول زیر تحلیل حساسیت P/E سال مالی منتهی به ۱۴۰۱/۱۲ دکپسول به نمایش درآورده شده است.

### نرخ ژلاتین (سنت)

| ۱۰.۵۰ | ۱۰   | ۹.۵۰ | ۹    | ۸.۵۰ |       |
|-------|------|------|------|------|-------|
| ۵.۸۵  | ۵.۷۲ | ۵.۶۰ | ۵.۴۸ | ۵.۳۷ | ۸۵۰   |
| ۵.۳۹  | ۵.۲۹ | ۵.۱۸ | ۵.۰۸ | ۴.۹۸ | ۹۰۰   |
| ۵.۰۰  | ۴.۹۱ | ۴.۸۲ | ۴.۷۳ | ۴.۶۵ | ۹۵۰   |
| ۴.۶۷  | ۴.۵۸ | ۴.۵۱ | ۴.۴۳ | ۴.۳۵ | ۱,۰۰۰ |
| ۴.۳۷  | ۴.۳۰ | ۴.۲۳ | ۴.۱۶ | ۴.۱۰ | ۱,۰۵۰ |

نرخ فروش کپسول

میانگین P/E گروه دارویی برابر با ۷.۶۶ می‌باشد. به طور محافظه‌کارانه P/E را در ارزشگذاری عدد ۷.۵ در نظر می‌گیریم.

| ارزشگذاری | درصد وزن دهی | روش ارزشگذاری   |
|-----------|--------------|-----------------|
| ۶۵,۰۰۰    | ۳۰%          | P/E             |
| ۶۳,۳۶۱    | ۳۰%          | DDM             |
| ۶۰,۲۸۰    | ۴۰%          | FCFE            |
| ۶۲,۶۲۰    |              | ارزشگذاری نهایی |

فرا بورس 1D - تولید ژلاتین کپسول ایران

Volume  
Ichimoku





## تدبیر انتخاب فردا

محتوای این گزارش صرفاً بررسی‌های شرکت سرمایه گذاری تدبیر انتخاب فردا بوده و این شرکت هیچگونه مسئولیتی در قبال معاملات انجام شده بر پایه این گزارش ندارد. ذکر این نکته لازم است که این گزارش به هیچ وجه توصیه برای خرید یا فروش این سهم نمی‌باشد.