

شرکت کارگزاری ارگ هومن  
Arge Houman Brokerage CO.

بررسی اجمالی شرکت داروسازی زهراوی  
(دزهاوی) 1393/03/27



### معرفی شرکت

شرکت داروسازی زهراوی در ابتدا با نام شرکت لابراتوارهای رازک به عنوان یک کارخانه داروسازی تاسیس شد و به موجب اصلاحیه ای در تاریخ 65/3/5 به نام شرکت داروسازی زهراوی تغییر نام یافته است. در نهایت در تاریخ 80/11/19 نام شرکت در تابلوی بورس فرعی تالار اصلی درج گردیده است.

### موضوع فعالیت شرکت:

شرکت در زمینه ایجاد و تاسیس کارخانجات و لابراتوارهایی به منظور تهیه و تولید انواع دارو و مواد اولیه دارو سازی فعالیت می کند. فروش در صنعت داروسازی طی چند سال اخیر به دلیل افزایش نرخ تورم با رشد زیادی همراه بوده است. شایان ذکر است که شرکت زهراوی در بین رقبای صنعت خود از نظر فروش رتبه سوم را دارد. بیشترین سهم شرکت از محصولات داخلی مربوط به کپسول مایع است که حدوداً 73 درصد از سهم فروش این محصول مربوط به دزهراوی می باشد.

### سرمایه و ترکیب سهامداران:

سرمایه شرکت در بدو تاسیس 100 میلیون ریال (شامل 10,000 سهم به ارزش اسمی هر سهم 1,000 ریال) بوده که طی چند مرحله به مبلغ 80,000 میلیون ریال (شامل 80,000,000 سهم به ارزش اسمی هر سهم 1,000 ریال) افزایش یافته است. ترکیب سهام شرکت نیز به شرح جدول زیر می باشد:

ترکیب سهامداران		
درصد	تعداد	نام سهامدار
26.50	21,230,039	شرکت سرمایه گذاری دارو تامین
22.50	17,976,264	شرکت لابراتوارهای رازک
21.50	17,185,632	شرکت داروسازی حکیم
13.50	10,805,213	شرکت داروپخش
6.50	5,192,596	سایر سهامداران
5.70	4,574,356	شرکت داروسازی شهید قاضی
3.80	3,035,900	شرکت تهران شیمی
100	80,000,000	جمع

❖ سهامدار عمده و کنترل کننده اصلی دزهراوی، شرکت سرمایه گذاری دارویی تامین است.

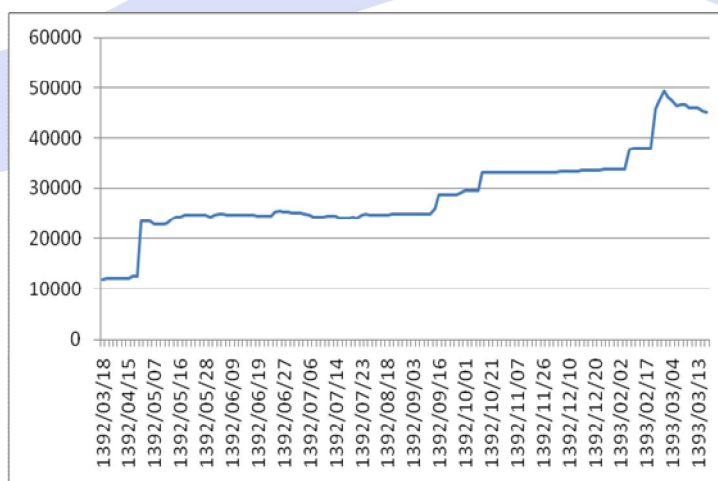


### سود تقسیمی و سود هر سهم شرکت

سال مالی	نوع	پیش بینی خالص	محقق خالص	خالص DPS	درصد توزیع سود
1393/12/29	پیش بینی	7,225	-	5,650	-
1392/12/29	12 ماهه	6,173	6,942	5,500	79
1391/12/29	12 ماهه	2,814	2,699	2,300	85
1390/12/29	12 ماهه	2,453	2,136	2,000	94

❖ هیئت مدیره شرکت در نظر دارد مبلغ 5,650 ریال به ازای هر سهم را جهت تقسیم به مجمع عمومی عادی سالیانه سال مالی 93 پیشنهاد کند.

### روند قیمت سهام طی یکسال اخیر



❖ همانطور که از روند معاملات مشاهده می شود سهم طی یک سال گذشته روند صعودی داشته است و از قیمت 12077 ریال به قیمت 49390 ریال رسیده است.

### نسبت های مالی

نسبت های مالی	سال مالی 92	سال مالی 91	سال مالی 90
نسبت جاری	1.20	1.14	1.12
نسبت بدهی	0.74	0.74	0.68
نسبت حاشیه سود خالص	0.27	0.20	0.19
ROA	0.20	0.17	0.20



**نسبت جاری:** این نسبت بیانگر وضعیت نقدینگی شرکت است و معمولاً باید بین 1 تا 1.5 باشد. بنابراین با توجه به این که این نسبت برای دزهرای طی سه سال گذشته در محدوده نرمال خود قرار دارد، شرکت در پرداخت بدهی های خود مشکلی ندارد.

**نسبت بدهی:** این نسبت بیانگر ریسک مالی شرکت است. اگر وضعیت سودآوری شرکت خوب باشد نسبت بدهی منطقی و بالا برای شرکت مفید خواهد بود. همانطور که ملاحظه می کنید نسبت بدهی برای دزهرای طی دو سال اخیر 74 درصد می باشد.

**حاشیه سود خالص:** این نسبت شاخصی از سودآوری شرکت می باشد. همانطور که ملاحظه می کنید روند حاشیه سود خالص شرکت افزایش و مطلوب می باشد.

**ROA:** نسبت بازدهی دارایی نشان دهنده نقش دارایی ها در سودآوری شرکت می باشد. با توجه به اینکه طی سال 92 سود خالص شرکت به میزان 158 درصد و دارایی های شرکت به میزان 114 درصد نسبت به سال مالی 91 رشد داشته است، این نسبت افزایش یافته است.

### طرح های توسعه

شرکت در مرحله نهایی اجرای طرح توسعه ایجاد و احداث سایت تولید داروهای بیوتکنولوژی می باشد. این طرح از سال 1388 شروع شد و در حال حاضر مراحل ساخت و تجهیز سایت مزبور به پایان رسیده است. هزینه های انجام طرح تا پایان سال 1392 حدوداً 13 میلیارد تومان هزینه شده است و با توجه به اظهارات شرکت به زودی شروع به تولید خواهد کرد. در تحلیل حاضر با توجه به اینکه داده ای در مورد میزان تولید و فروش طرح توسعه در دست نبوده، بنابراین دوره بازگشت سرمایه مبنای تحلیل قرار گرفت. با توجه به اینکه این طرح از سال 88 شروع شده است و طی این دوره نرخ تورم بالا بوده است، دوره بازگشت سرمایه این طرح 1.5 ساله فرض شده است و به مبلغ فروش شرکت اضافه شد.

محصولات جدید: دزهرای بطور کلی در سال 92:

- 18 مورد فورمولاسیون دارویی انجام داده است.
- تولید و بیج آزمایشی و مطالعات پایداری 12 محصول را انجام داده است که 10 مورد آن کپسول، 1 مورد آمپول و 1 مورد هم امگا3 و ویتامین A, E و D می باشد.
- 8 مورد پروژه دارویی محصولات جدید تدوین کرد



## بررسی تولید و فروش شرکت برای سال 92-93

### حالات برآوردی

**حالت اول:** در این حالت با توجه به روند گذشته شرکت و وضعیت بازار، مقدار فروش شرکت مطابق با مقدار پیش بینی شده شرکت برای سال مالی 93 لحاظ شده است. نرخ فروش کارشناسی معادل نرخ فروش در سه ماهه چهارم سال 92 در نظر گرفته شده است.

**حالت دوم:** این حالت با توجه به روند گذشته شرکت و وضعیت بازار، مقدار فروش شرکت مطابق با مقدار پیش بینی شده شرکت برای سال مالی 93 لحاظ شده است. نرخ فروش کارشناسی معادل 25 درصد رشد نسبت به نرخ فروش در سال 1392 در نظر گرفته شده است.

مقدار فروش	واحد	واقعی 91	سه ماهه چهارم	واقعی 92	بودجه 93	برآورد کارشناسی سال 93	
						حالت اول	حالت دوم
قرص	میلیون عدد	274	64	245	321	321	321
کپسول	میلیون عدد	132	17	89	150	150	150
آمپول	میلیون عدد	11	2	8	14	14	14
کپسول مایع	میلیون عدد	352	93	385	343	343	343
کالای خریداری شده	میلیون عدد	5	0	5	5	5	5
جمع	میلیون عدد	774	176	732	833	833	833

❖ مقدار فروش برای سال 93 مطابق با بودجه 93 لحاظ شده است.

مبلغ فروش	واحد	واقعی 91	سه ماهه چهارم	واقعی 92	بودجه 93	برآورد کارشناسی سال 93	
						حالت اول	حالت دوم
قرص	میلیون ریال	410,405	262,116	681,248	750,522	1,314,816	1,115,876
کپسول	میلیون ریال	61,678	2,941	96,720	216,173	25,950	203,813
آمپول	میلیون ریال	55,335	72,932	155,254	222,017	510,524	339,623
کپسول مایع	میلیون ریال	532,674	378,834	1,076,622	1,282,353	1,397,039	1,198,785
کالای خریداری شده	میلیون ریال	28,724	4,107	47,337	61,321	61,320	59,169
فروش ناشی از طرح توسعه داروهای بیوتک	میلیون ریال	-	-	-	-	86,386	86,386
جمع	میلیون ریال	1,088,816	720,930	2,057,181	2,532,386	3,396,035	3,003,651

❖ افزایش فروش انواع محصولات شرکت مربوط به افزایش نرخ فروش و همچنین تغییر در ترکیب محصولات

با حاشیه سود بالا می باشد.



نرخ فروش	واحد	واقعی 91	سه ماهه چهارم	واقعی 92	بودجه 93	برآورد کارشناسی سال 93	
						حالت اول	حالت دوم
قرص	میلیون ریال	1,498	4,096	2,781	2,338	4,096	3,476
کپسول	میلیون ریال	467	173	1,087	1,441	173	1,359
آمپول	میلیون ریال	5,030	36,466	19,407	15,858	36,466	24,259
کپسول مایع	میلیون ریال	1,513	4,073	2,796	3,739	4,073	3,495
کالای خریداری شده	میلیون ریال	5,745	-	9,467	12,264	12,264	11,834

### بهای تمام شده، حقوق دستمزد و سربار

شرح هزینه ها	واحد	واقعی 91	واقعی 92	بودجه 93	برآورد کارشناسی سال 93	
					حالت اول	حالت دوم
مواد مستقیم	میلیون ریال	610,212	910,928	1,294,375	1,294,375	1,294,375
حقوق و دستمزد	میلیون ریال	22,367	26,203	33,417	33,417	33,417
سربار	میلیون ریال	54,379	68,863	77,397	77,397	77,397
جمع	میلیون ریال	686,958	1,011,976	1,405,189	1,405,189	1,405,189

❖ بهای تمام شده شرکت عمدتاً مربوط به مواد مستقیم می باشد مطابق با بودجه 93 لحاظ شده است. در بودجه 93 شرکت حدوداً 42 درصد هزینه مواد را رشد داده است که می توان 14 درصد آن را مربوط به افزایش در مقدار فروش به اندازه 14 درصد و 25 درصد آن مربوط به افزایش در نرخ خرید دانست. در بودجه 93 هزینه دستمزد و سربار نیز به ترتیب 27.5 و 12.5 درصد نسبت به واقعی 92 رشد داده شده است.



## پیش بینی صورت سود و زیان) و سود هر سهم

برآورد کارشناسی سال 93		بودجه 93	واقعی 92	واقعی 91	شرح
حالت دوم	حالت اول				
3,003,651	3,396,035	2,532,386	2,057,181	1,088,817	فروش
(1,405,189)	(1,405,189)	(1,405,189)	(1,011,976)	(686,958)	بهای تمام شده کالای فروش رفته
1,598,462	1,990,846	1,127,197	1,045,205	401,859	سود (زیان) ناخالص
(82,316)	(82,316)	(82,316)	(67,316)	(48,992)	هزینه های عمومی، اداری و تشکیلاتی
(19,318)	(19,318)	(19,318)	(27,448)	(9,970)	خالص سایر درآمدها (هزینه های عملیاتی)
1,496,828	1,889,212	1,025,563	950,441	342,897	سود (زیان) عملیاتی
(285,656)	(285,656)	(285,656)	(255,247)	(69,379)	هزینه های مالی اداری
0	0	0	0	0	درآمد حاصل از سرمایه گذاریها
3,293	3,293	3,293	5,387	1,514	خالص درآمد (هزینه) های متفرقه
1,214,465	1,606,849	743,200	700,581	275,032	سود و زیان قبل از کسر مالیات
(269,921)	(357,130)	(165,180)	(145,211)	(59,145)	مالیات
944,544	1,249,719	578,020	555,370	215,887	سود (زیان) خالص پس از کسر مالیات
11,807	15,621	7,225	6,942	2,699	سود هر سهم پس از کسر مالیات
80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	سرمایه (تعداد سهام)

- همانطور که مشخص است، سود هر سهم برآورد شده شرکت قابلیت افزایش 150 درصدی را نسبت به بودجه 93 شرکت دارد. دلیل تفاوت سود هر سهم کارشناسی شده برای سال مالی 93 افزایش نرخ فروش و تغییر در ترکیب محصولات شرکت به سمت حاشیه سود بالاتر می باشد.

## ارزشیابی شرکت

ارزشیابی شرکت با توجه به دو روش گوردون و P/E به شرح زیر صورت گرفته است:

- روش گوردون با فرض نرخ رشد 10 درصد و نرخ تنزیل 25 درصد.
- در روش P/E، با توجه به منحصر به فرد بودن محصولات شرکت در ایران P/E برابر با ضریب میانگین P/E صنعت که حدوداً 6 می باشد لحاظ شده است.

شرح	سود هر سهم	قیمت به روش گوردون	قیمت به روش P/E
حالت اول	18,240	81,229	93,726
حالت دوم	11,947	61,396	70,842