



شرکت کارگزاری ارگ هومن
Arge Houman Brokerage CO.

تحلیل بنیادی شرکت داروسازی اسوه

(داسوه)

۱۳۹۳/۰۷/۰۱



داروسازی اسوه در یک نگاه

نماد	بازار	گروه	سرمایه (میلیون ریال)
داسوه	دوم بورس	مواد و محصولات دارویی	۲۵۰,۰۰۰
EPS سال ۹۲	پیش بینی EPS سال ۹۳	آخرین قیمت	P/E
۱,۷۵۳	۱,۹۸۰	۱۳,۸۶۸	۷

مقدمه

شرکت داروسازی اسوه (سهامی عام) با قدمتی بیش از ۴۵ سال در سال ۱۳۴۵ با نام شرکت (ایران مرک) به صورت سهامی خاص تأسیس و از سال ۱۳۴۸ مورد بهره برداری قرار گرفت. این شرکت در اسفند ماه سال ۱۳۶۰ به شرکت داروسازی "اسوه" تغییر نام داد و در سال ۱۳۷۰ به "سهامی عام" تبدیل شد و از اسفند ماه سال ۱۳۷۲ نیز در سازمان بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده است.

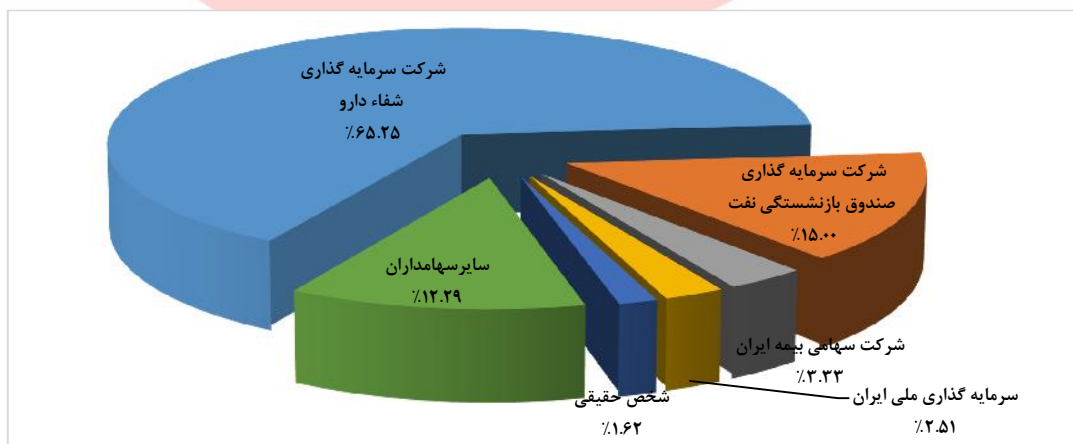
افزایش سرمایه

تغییرات سرمایه شرکت داروسازی اسوه به صورت زیر می باشد:

تاریخ افزایش سرمایه	سرمایه ثبت شده (میلیون ریال)	درصد افزایش سرمایه	محل افزایش سرمایه
۱۳۴۵/۰۷/۰۲	۰,۵		سرمایه اولیه در زمان تأسیس
۱۳۷۹/۰۶/۲۸	۱۲,۰۰۰	۱۰۰٪	نقدی و مطالبات حال شده
۱۳۸۲/۰۳/۲۴	۱۸,۰۰۰	۵۰٪	سود انباشته
۱۳۸۵/۰۸/۲۳	۳۶,۰۰۰	۱۰۰٪	سود انباشته
۱۳۸۶/۰۵/۰۷	۵۴,۰۰۰	۵۰٪	سود انباشته
۱۳۸۹/۰۴/۳۱	۱۰۸,۰۰۰	۱۰۰٪	سود انباشته
۱۳۹۲/۰۲/۰۱	۲۵۰,۰۰۰	۱۳۱٪	سود انباشته

ترکیب سهامداران

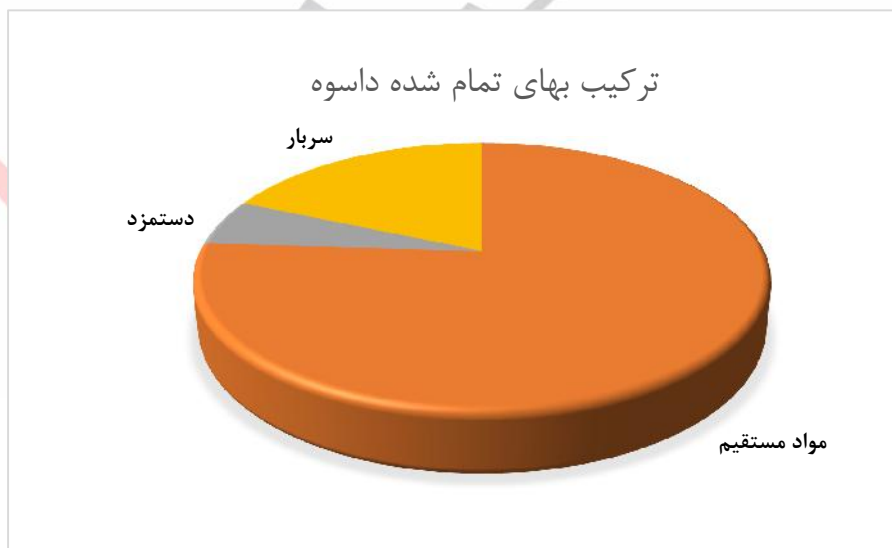
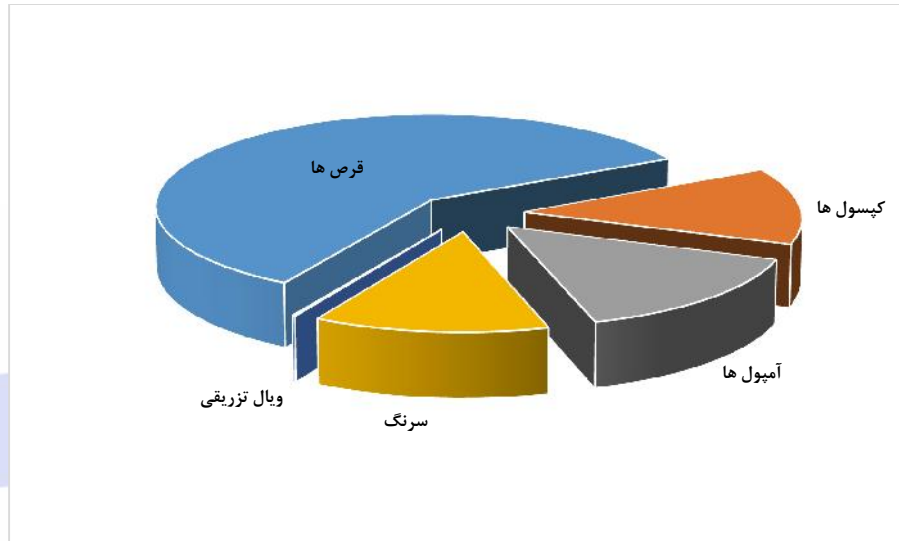
ترکیب سهامداران شرکت در تاریخ ۱۳۹۳/۰۷/۰۱ به شرح زیر می باشد:





محصولات و مواد اولیه شرکت

نزدیک به ۵۹ درصد ارزش ریالی فروش شرکت در سال ۹۳ مربوط به فروش انواع قرص ها می باشد. ترکیب بهای تمام شده داسوه در مورد مواد مصرفی اولیه، هزینه دستمزد و هزینه سربار به ترتیب برابر با ۷۶٪، ۶٪ و ۱۸٪ می باشد. در نمودار زیر ترکیب محصولات شرکت و ترکیب بهای تمام شده شرکت در بودجه ۹۳ قابل مشاهده است:





بررسی وضعیت تولیدی شرکت

همانطور که در جدول زیر مشاهده می کنید، شرکت در خصوص تولید انواع قرص و آمپول در ۹۱٪ ظرفیت اسمی خود تولید می کند و در رابطه با کپسول و سرنگ این نسبت به ترتیب ۱۹٪ و ۱۱٪ می باشد.

شرح محصول	واحد	ظرفیت اسمی	ظرفیت پیش بینی سال منتهی به ۲۹/۱۲/۱۳۹۳	ظرفیت واقعی دوره منتهی به ۳۱/۰۳/۱۳۹۳	درصد ظرفیت ۹۳ نسبت به ظرفیت اسمی
قرص و درازه	هزار عدد	۵۶۶،۰۰۰	۵۱۲،۸۲۳	۵۱۲،۸۲۳	۹۱٪
آمپول	هزار عدد	۵۲،۰۰۰	۴۷،۱۶۲	۴۷،۱۶۲	۹۱٪
قطره	هزار عدد	۳،۰۰۰	۰	۰	۰٪
کپسول	هزار عدد	۷۰،۰۰۰	۱۳،۶۳۶	۱۳،۶۳۶	۱۹٪
سرنج	هزار عدد	۱۴،۰۰۰	۱،۵۷۱	۱،۵۷۱	۱۱٪

برآورد کارشناسی ۹۳

۱- مفروضات سناریو های برآوردی

در سناریو اول در حالت بدبینانه مقدار تولید و فروش همانند روند سه ماهه در نظر گرفته شده است و از نرخ های سه ماهه برای مابقی سال استفاده شده است.

در سناریو دوم نیز با توجه به نرخ های فروش سه ماهه و تعمیم آن به سه ماهه دوم سال به برآورد سود داسوه پرداختیم. همچنین از آنجاییکه روند فروش سال های قبل حاکی از افزایش فروش در ۹ ماهه انتهایی سال نسبت به ۳ ماهه ابتدایی سال می باشد بنابراین مقدار فروش پیش بینی شده برای سال ۹۳ را در نظر گرفته شده است.

۲- پیش بینی بهای تمام شده

بهای تمام شده شرکت در دو سناریو پیشنهادهی متناسب با افزایش فروش شرکت رشد داده شده است. همچنین در مورد مواد اولیه مصرفی شرکت با توجه به موجودی اول دوره شرکت در سناریوهای برآوردی از روش فایفو استفاده شده است. شایان ذکر است ۱۲٪ از هزینه دستمزد و ۷۱٪ از هزینه سربار، هزینه متغیر و متناسب با افزایش مقدار فروش می باشد.

شرح	۱۳۹۲	عملکرد واقعی ۳ ماهه منتهی به ۲۹/۱۲/۱۳۹۳	برآورد ۹۳ (سناریو ۱)	برآورد ۹۳ (سناریو ۲)
بهای تمام شده	مواد مستقیم	۴۵۴،۲۰۵	۱۱۰،۹۹۸	۱۰۶۸،۰۶۱
	دستمزد	۳۷،۲۵۲	۸،۱۳۷	۳۵،۹۵۲
	سربار	۱۰۹،۵۵۶	۲۶،۹۴۱	۱۷۴،۴۴۹
جمع	۶۰۱،۰۱۳	۱۴۶،۰۷۶	۵۸۴،۳۰۴	۱،۲۷۸،۴۶۲



مواد اولیه مصرفی شرکت به طور متوسط نزدیک به ۶۰٪ از مواد اولیه از داخل تامین می شود و در حدود ۴۰٪ نیز از خارج و با نرخ یورو ۳۹،۵۱۳ ریال وارد می شود.

۳- پیش بینی درآمد فروش شرکت

در پیش بینی ۹۳ شرکت، نرخ محصولات به صورت میانگین موزون نسبت به نرخ سه ماهه واقعی با کاهش ۱۲ درصدی در نظر گرفته شده است که می تواند به دلیل تغییر پیش بینی شده در ترکیب محصولات شرکت باشد. در سناریو های برآوردی ترکیب محصولات همانند سه ماهه واقعی در نظر گرفته شده است.

همانطور که پیش از این نیز گفته شد، در سناریو اول مقدار فروش متناسب با سه ماهه و در سناریو دوم متناسب با بودجه ۹۳ در نظر گرفته شده است. در ادامه مبلغ فروش شرکت به تفکیک قابل مشاهده می باشد. لازم به ذکر است در حال حاضر تولید ویال تزریقی به دلیل کمبود مواد اولیه این محصول از دستور کار این شرکت خارج شده است بنابراین در سناریو های برآوردی این محصول در نظر گرفته نشده است.

سناریو ۲	سناریو ۱	واقعی ۲۹/۱۲/۱۳۹۲	واقعی ۳۱/۰۳/۱۳۹۳	پیش بینی ۲۹/۱۲/۱۳۹۳	واحد	نوع گروه یا محصول	مبلغ فروش
۹۴۶،۹۶۹	۸۰۱،۰۹۲	۹۳۷،۱۷۳	۲۰۰،۲۷۳	۱،۰۱۲،۶۳۶	میلیون ریال	قرص ها	
۶۷۷،۵۷۶	۲۴۴،۷۵۲	۱۰۶،۵۸۱	۶۱،۱۸۸	۲۲۸،۶۵۶	میلیون ریال	کپسول ها	
۲۷۱،۲۷۵	۲۳۴،۳۲۸	۱۹۵،۶۵۴	۵۸،۵۸۲	۲۵۳،۳۷۹	میلیون ریال	آمپول ها	
۶۰۳،۵۸۱	۵۵،۲۹۶	۵۲،۷۵۳	۱۳،۸۲۴	۲۲۰،۷۸۷	میلیون ریال	سرنگ	
		۱،۶۲۱	۰	۲،۷۷۸	میلیون ریال	ویال تزریقی	
۲،۴۹۹،۴۰۱	۱،۳۳۵،۴۶۸	۱،۲۹۳،۷۸۲	۳۳۳،۸۶۷	۱،۷۱۸،۲۳۶	جمع		

مقدار فروش شرکت داروسازی اسوه به شرح زیر می باشد:

سناریو ۲	سناریو ۱	واقعی ۲۹/۱۲/۱۳۹۲	واقعی ۳۱/۰۳/۱۳۹۳	پیش بینی ۲۹/۱۲/۱۳۹۳	واحد	نوع گروه یا محصول	مقدار فروش
۵۱۲،۸۲۳،۱۰۲	۴۳۳،۸۲۴،۷۷۶	۴۰۲،۷۱۱،۸۱۴	۱۰۸،۴۵۶،۱۹۴	۵۱۲،۸۲۳،۱۰۲	عدد	قرص ها	
۱۳،۶۴۳،۹۳۴	۴،۹۲۸،۴۲۴	۱۲،۰۰۳،۸۵۸	۱،۲۳۲،۱۰۶	۱۳،۶۴۳،۹۳۴	عدد	کپسول ها	
۴۷،۱۶۲،۳۰۰	۴۰،۷۳۸،۸۴۰	۳۷،۳۷۲،۴۹۰	۱۰،۱۸۴،۷۱۰	۴۷،۱۶۲،۳۰۰	عدد	آمپول ها	
۱،۵۷۰،۹۵۲	۱۴۳،۹۲۰	۲۰۷،۸۵۲	۳۵،۹۸۰	۱،۵۷۰،۹۵۲	عدد	سرنگ	
		۷۰۰	۰	۱،۲۰۰	عدد	ویال تزریقی	
۵۷۵،۲۰۰،۲۸۸	۴۷۹،۶۳۵،۹۶۰	۴۵۲،۲۹۶،۷۱۴	۱۱۹،۹۰۸،۹۹۰	۵۷۵،۲۰۱،۴۸۸	جمع		



۴- صورت سود و زیان برآوردی

همانطور که در جدول زیر مشاهده می کنید، در سناریو اول و در حالت بدبینانه مقدار فروش همانند روند سه ماهه در نظر گرفته شده است که همین امر موجب کاهش سود سهم تا ۱۹۲ تومان می باشد. در سناریو دوم که سناریوی متعادلی می باشد از نرخ های سه ماهه و مقدار فروش بودجه ۹۳ استفاده شده است که سود برآوردی شرکت ۳۱۸ تومان محاسبه شده است.

شرح	واقعی ۲۹/۱۲/۱۳۹۲	۳ ماهه منتهی به ۲۹/۱۲/۱۳۹۳	بودجه ۲۹/۱۲/۱۳۹۳	کارشناسی ۲۹/۱۲/۱۳۹۳ سناریو اول	کارشناسی ۲۹/۱۲/۱۳۹۳ سناریو دوم
	میلیون ریال	میلیون ریال	میلیون ریال	میلیون ریال	میلیون ریال
درآمد حاصل از فروش	۱,۲۹۳,۷۸۲	۳۳۳,۸۶۷	۱,۷۱۸,۲۳۶	۱,۳۳۵,۴۶۸	۲,۴۹۹,۴۰۱
بهای تمام شده کالای فروش رفته	-۶۰۱,۰۱۳	-۱۴۶,۰۷۶	-۹۴۸,۲۰۵	-۵۸۴,۳۰۴	-۱,۲۷۸,۴۶۲
سود(زیان) ناخالص	۶۹۲,۷۶۹	۱۸۷,۷۹۱	۷۷۰,۰۳۱	۷۵۱,۱۶۴	۱,۲۲۰,۹۳۹
هزینه های عمومی، اداری و تشکیلاتی	-۱۲۳,۸۱۳	-۲۴,۳۵۰	-۱۲۳,۳۲۹	-۹۷,۴۰۰	-۱۵۹,۳۶۹
خالص سایر درآمد(زیان) های عملیاتی	۱,۰۰۸	۷,۱۵۳	.	.	.
سود(زیان) عملیاتی	۵۶۹,۹۶۴	۱۷۰,۵۹۴	۶۴۶,۷۰۲	۶۵۳,۷۶۴	۱,۰۶۱,۵۷۰
هزینه های مالی	-۶۲,۸۲۴	-۲۰,۵۲۴	-۷۲,۱۱۱	-۸۲,۰۹۶	-۸۲,۰۹۶
درآمد حاصل از سرمایه گذاریها	۵۰,۹۵۲	۱,۰۹۱	۵۶,۳۷۸	۵۶,۷۴۸	۵۶,۷۴۸
خالص درآمدهای متفرقه	-۹,۵۴۳	-۱,۰۹۱	-۸,۵۱۱	-۸,۵۱۱	-۸,۵۱۱
سود و زیان قبل از اقلام غیر مترقبه اثرات	۵۴۸,۵۴۹	۱۵۰,۰۷۰	۶۲۲,۴۵۸	۶۱۹,۹۰۵	۱,۰۲۷,۷۱۱
اقلام غیر مترقبه اثرات انباشته تغییر در روشهای حسابداری
سود(زیان) قبل از کسر مالیات	۵۴۸,۵۴۹	۱۵۰,۰۷۰	۶۲۲,۴۵۸	۶۱۹,۹۰۵	۱,۰۲۷,۷۱۱
مالیات	-۱۱۰,۲۵۱	-۳۳,۵۲۰	-۱۲۷,۳۶۸	-۱۳۹,۴۷۹	-۲۳۱,۲۳۵
سود پس از کسر مالیات	۴۳۸,۲۹۸	۱۱۶,۵۵۰	۴۹۵,۰۹۰	۴۸۰,۴۲۶	۷۹۶,۴۷۶
سود عملیاتی هر سهم - ریال	۲,۲۸۰	۶۸۲	۲,۵۸۷	۲,۶۱۵	۴,۲۴۶
سود قبل از کسر مالیات هر سهم - ریال	۲,۱۹۴	۶۰۰	۲,۴۹۰	۲,۴۸۰	۴,۱۱۱
سود پس از کسر مالیات هر سهم - ریال	۱,۷۵۳	۴۶۶	۱,۹۸۰	۱,۹۲۲	۳,۱۸۶
سرمایه - میلیارد ریال			۲۵۰,۰۰۰		

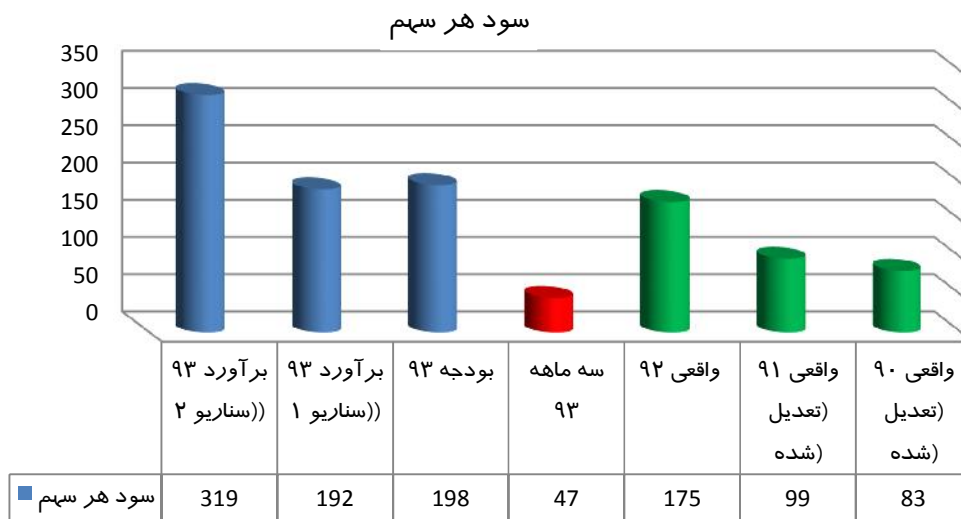


با توجه به خبرهایی مبنی بر احتمال افزایش قیمت دارو از اوایل مهر ماه به تحلیل حساسیت افزایش نرخ دارو در ۶ ماهه انتهایی سال پرداختیم (نرخ محصولات در سه ماهه دوم ۹۳ همانند سه ماهه واقعی اول). نتایج حاصل از تحلیل حساسیت به شرح زیر می باشد:

تحلیل حساسیت افزایش نرخ دارو در ۶ ماهه انتهایی سال بر سود برآوردی ۹۳										
۱۰٪	۹٪	۸٪	۷٪	۶٪	۵٪	۴٪	۳٪	۲٪	۱٪	
۳,۶۳۳	۳,۵۸۹	۳,۵۴۴	۳,۴۹۹	۳,۴۵۴	۳,۴۱۰	۳,۳۶۵	۳,۳۲۰	۳,۲۷۵	۳,۲۳۱	۳,۱۸۶

ارزشگذاری شرکت

با توجه به مفروضات فوق، می توان سودآوری شرکت را به صورت نمودار زیر ارائه کرد:



نتایج حاصل از ارزش گذاری در جدول زیر قابل مشاهده می باشد.

سناریو ۲	سناریو ۱	
۳,۱۸۶	۱,۹۲۲	سود برآوردی
۱۴,۴۴۳	۸,۷۱۲	ارزش ذاتی روش گوردون
۱۸,۴۷۸	۱۱,۱۴۶	ارزش ذاتی روش P/E

لازم به ذکر است با توجه به اینکه شرکت در حال حاضر طرح توسعه ای ندارد، از روش گوردون استفاده شده است. همچنین نرخ رشد بلندمدت شرکت و نرخ بازده مورد درخواست سهامداران ۲۵٪ در نظر گرفته شده است. در روش پی به ای نیز از پی به ای صنعت دارو ۵,۸ استفاده شده است.