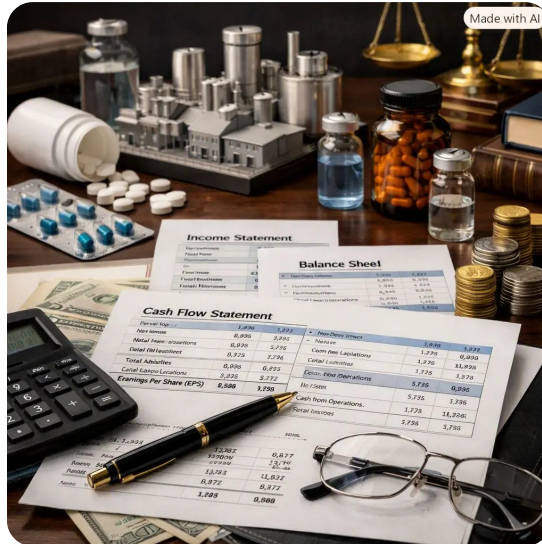




# SHAFIEIANCAPITAL

## تحليل شرکت داروسازی زهراوی (دزهراوی)

تهیه کننده: علیرضا شفیعیان

1405/05/10



## معرفی شرکت

این شرکت زیرمجموعه شرکت سرمایه‌گذاری دارویی تأمین (تیپیکو) است و در سال ۱۳۶۵ بنیان‌گذاری شد. در سال ۱۳۷۰ در زمینی به مساحت ۱۲۰,۰۰۰ متر مربع با زیربنای ۲۸,۰۰۰ متر مربع در نزدیکی تبریز مورد بهره‌برداری قرار گرفت.

هم‌اکنون در زمره ۵ شرکت پرفروش داروسازی ایران قرار دارد و پیشگام در تولید کپسول‌های نرم و داروهای بیماران پیوندی (ایمونوساپرسیو) است.

فرآورده‌های دارویی این شرکت شامل کپسول نرم، قرص، آمپول، کپسول سخت ژلاتینی و سرنگ آماده تزریق است. بیش از ۱۰۰ محصول مطابق با اصول GMP تولید و به بازار عرضه می‌شود.



## مزیت‌های رقابتی

### 1. تمرکز بر داروهای تخصصی

یکی از اصلی‌ترین تولید کنندگان داروهای خاص در زمینه درمان بیماران پیوند عضو و ام اس ( MS ).

### 2. تنوع محصولات

در اختیار داشتن انواع خطوط تولید دارو در اشکال مختلف، از جمله قرص، کپسول، کپسول نرم ژلاتینی، تزریقی و استریل (به صورت عمومی و هازارد)، و مکمل‌های دارویی.

### 3. حمایت هلدینگ مادر

شرکت سرمایه‌گذاری دارویی تامین با در اختیار داشتن بیش از 64 درصد از سهام شرکت دارویی ره آورد تامین، مهم‌ترین سهامدار آن به شمار می‌آید که پشتوانه مالی و زنجیره تامین را تقویت می‌کند.

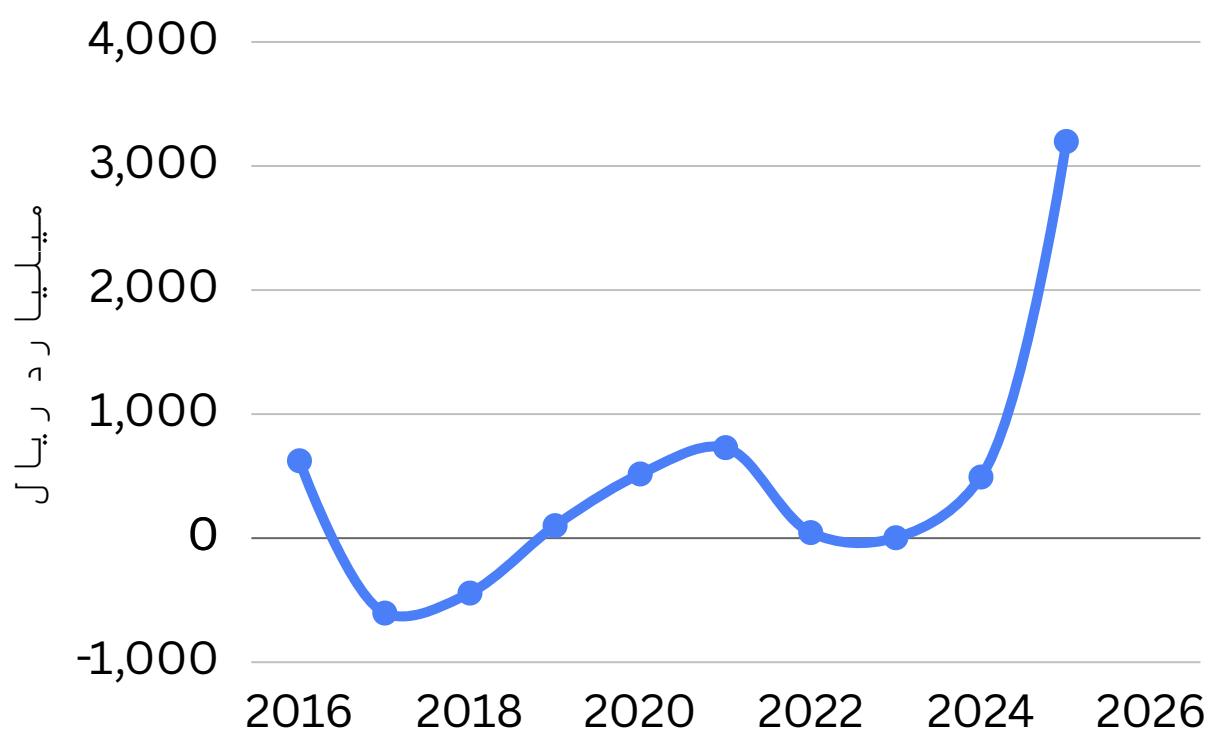


## ریسک‌ها

### 1. قیمت‌گذاری دستوری

قیمت محصولات شرکت توسط سازمان غذا و دارو تعیین می‌شود. علی‌رغم افزایش قیمت نهاده‌ها و هزینه‌های تولید، سازمان غذا و دارو همواره در صدد ثبات قیمت بازار برای حمایت از بیماران می‌باشد و در مواردی قیمت‌های تعیین‌شده از بهای تمام‌شده محصول پایین‌تر می‌باشد. با توجه به اینکه قیمت‌های فروش مصوب سازمان غذا و دارو می‌باشد، لذا شرکت همواره با تحلیل حاشیه سود محصولات، نسبت به درخواست بازنگری در قیمت‌های ابلاغی و پیگیری برای محصولات با حاشیه کم، اقدام می‌نماید.

## بررسی روند سودسازی ریالی از سال 1395 تا 1404



### 1. نرخ رشد مرکب سالانه:

سود خالص سال مالی منتهی به 1397/12/29 = 623.8 میلیارد ریال

سود خالص سال مالی منتهی به 1404/12/29 = 3,198 میلیارد ریال

محاسبه نرخ رشد مرکب سالانه (CAGR):

$$(3,198 \div 623.8)^{(1 \div 9)} - 1 = 0.19$$

سود **ریالی** سالانه شرکت در طی 9 سال گذشته به طور متوسط نرخ رشد مرکب 19% در سال را داشته است. یعنی حتی تورم را هم پوش نداده است.

## 2. بررسی ثبات سودسازی:

همانطور که در نمودار بالا مشاهده می‌شود، روند سودسازی شرکت داروسازی زهراوی نوسانی می‌باشد و ثبات ندارد. در سال‌های 1396 و 1397 شرکت سال مالی خود را با زیان بسته است و در سال‌های 1398، 1401، و 1402 سود سالانه شرکت تقریباً 0 بوده است.

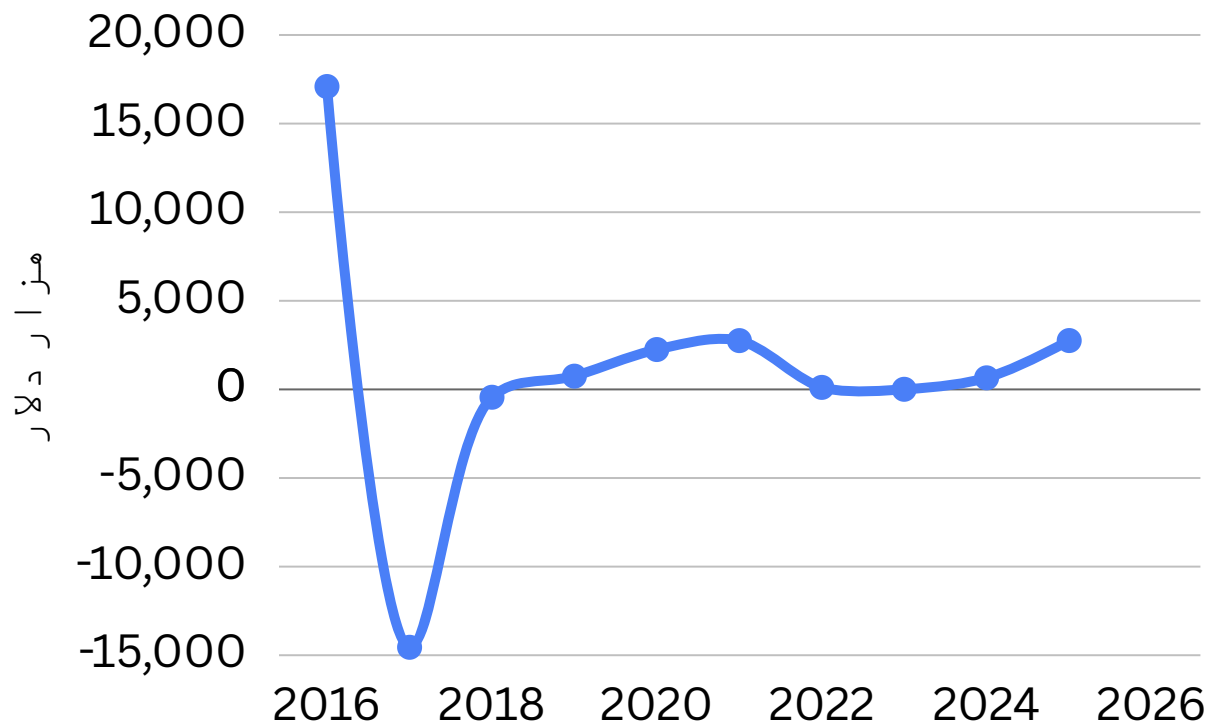
“

وضعیت: رد X“

— Alireza Shafieian

”

## بررسی روند سودسازی دلاری از سال 1395 تا 1404 (برحسب دلار آزاد)



### 1. نرخ رشد مرکب سالانه:

سود خالص سال مالی منتهی به 1397/12/29 = 17,091.9 هزار دلار

سود خالص سال مالی منتهی به 1404/12/29 = 2,757 هزار دلار

محاسبه نرخ رشد مرکب سالانه (CAGR)

$$(2,757 \div 17,091.9)^{(1 \div 7)} - 1 = -0.18$$

سود **دلاری** سالانه شرکت در طی 9 سال گذشته به طور متوسط نرخ رشد مرکب **منفی** 18% در سال داشته است.

## 2. بررسی ثبات سودسازی:

همانطور که در نمودار بالا مشاهده می‌شود، روند سودسازی شرکت داروسازی زهراوی نوسانی می‌باشد و ثبات ندارد. ❌

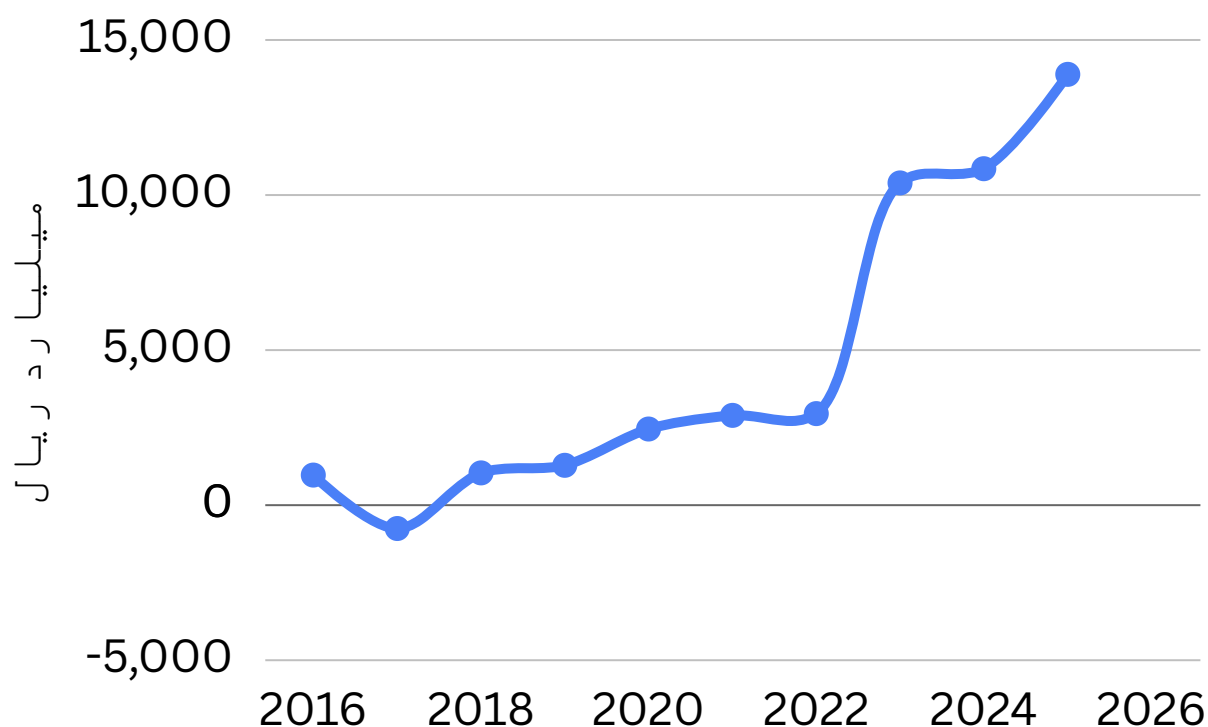
“

”وضعیت: رد❌“

— Alireza Shafieian

”

## بررسی روند ارزش دفتری (Book Value) ریالی از سال 1395 تا 1404



### نرخ رشد مرکب سالانه:

ارزش دفتری سال مالی منتهی به 1397/12/29 = 970.3 میلیارد ریال

ارزش دفتری سال مالی منتهی به 1404/12/29 = 13,891.8 میلیارد ریال

محاسبه نرخ رشد مرکب سالانه (CAGR):

$$(13,891.8 \div 970.3)^{(1 \div 9)} - 1 = 0.34$$

ارزش دفتری **ریالی** سالانه شرکت در طی 9 سال گذشته به طور متوسط نرخ رشد مرکب 34% در سال را داشته است.

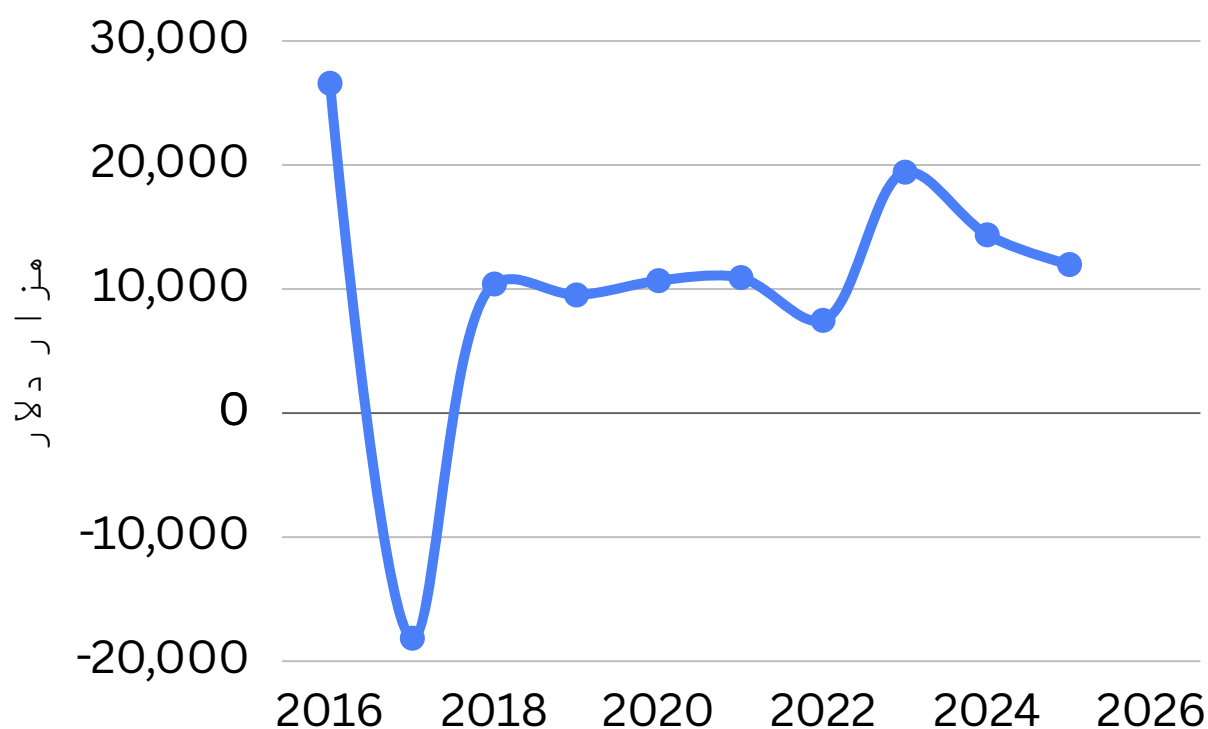
“

”وضعیت: خنثی“

— Alireza Shafieian

”

## بررسی روند ارزش دفتری دلاری شرکت از سال 135 تا 1404 (برحسب دلار آزاد)



### نرخ رشد مرکب سالانه:

ارزش دفتری سال مالی منتهی به 1397/12/29 = 26586 هزار دلار  
 ارزش دفتری سال مالی منتهی به 1404/12/29 = 11975.7 هزار دلار

محاسبه نرخ رشد مرکب سالانه (CAGR):

$$(11975.7 \div 26586)^{(1 \div 7)} - 1 = -8\%$$

ارزش دفتری **دلاری** شرکت در طی 8 سال گذشته به طور متوسط نرخ رشد مرکب **منفی** 8% در سال داشته است.

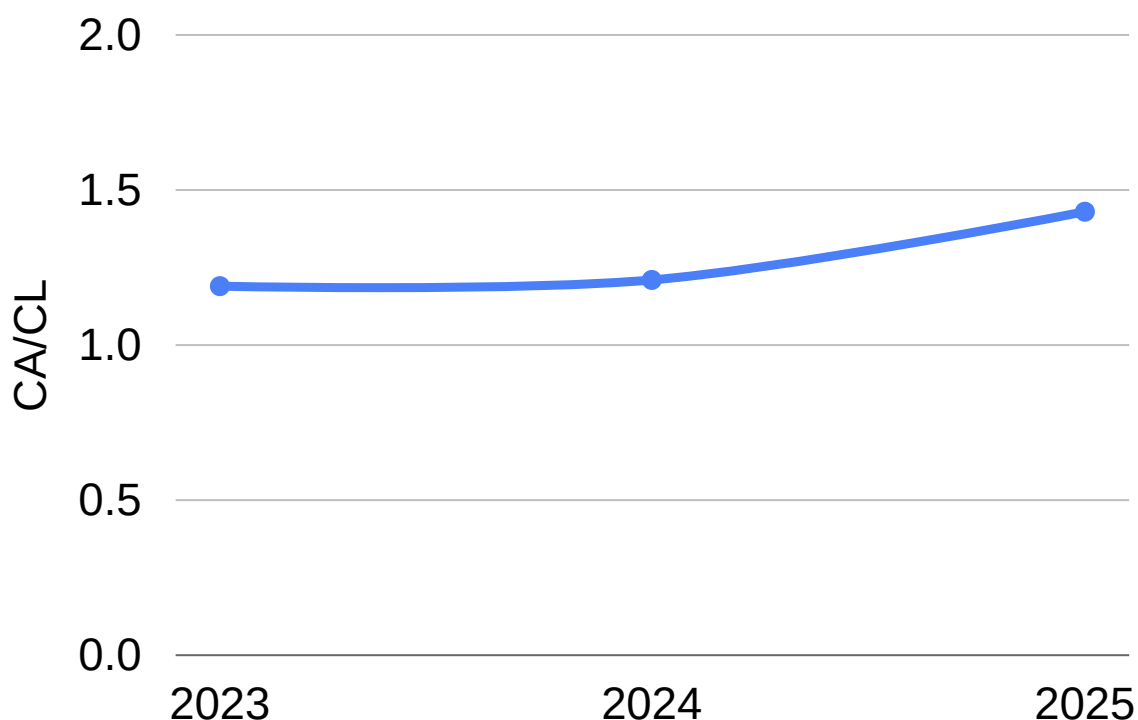
“

— Alireza Shafieian

”وضعیت: رد X“

”

## بررسی نسبت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری (CA/CL)



نسبت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری 3 سال آخر منتهی به 1404 به طور میانگین حوالی 1.3 می‌باشد.

در نتیجه، شرکت توان انجام تعهدات کوتاه مدت را دارد، اما حاشیه اطمینان محدود است.

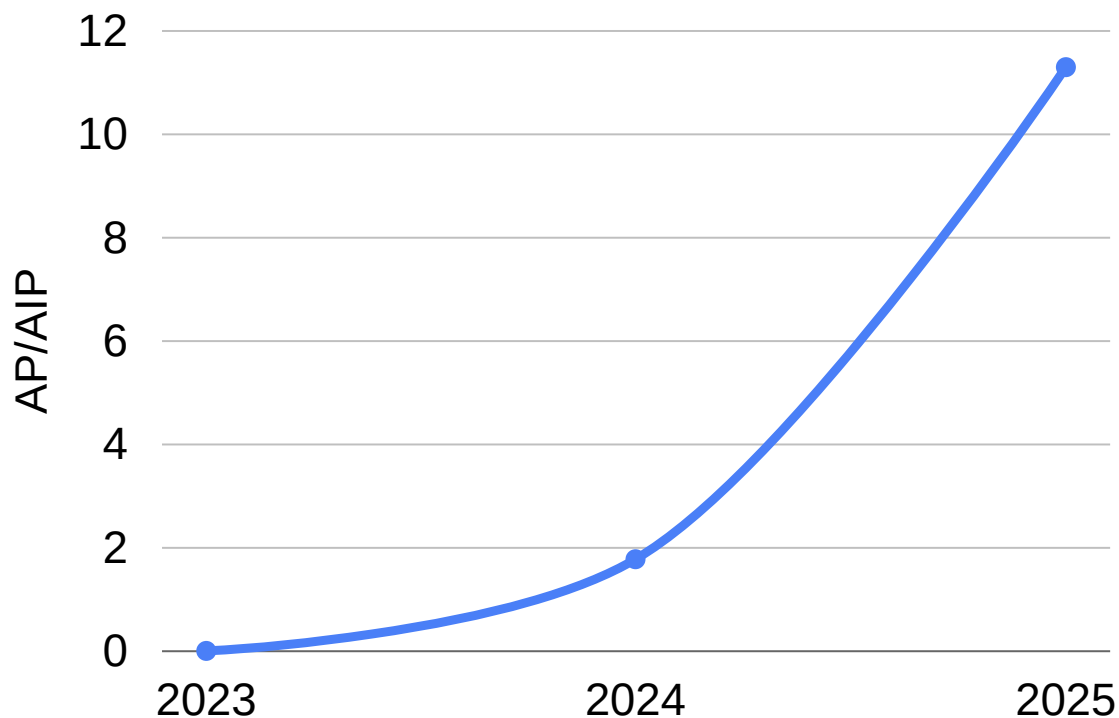
“

وضعیت: **رد** X

— Alireza Shafieian

”

## بررسی نسبت سود سالانه به هزینه بهره پرداختی بابت سود تسهیلات و اوراق (AP/AIP)



نسبت AP/AIP سه سال آخر منتهی به 1404 بسیار نوسانی می باشد به طوری که در 1402 برابر با 0.006 بوده که به طور وحشتناکی نگران کننده است و در سال 1403 هم برابر با 1.78 بوده که قابل قبول نمی باشد.

در نتیجه، سودسازی شرکت قابل اطمینان نیست و سود سالانه، هزینه بهره را پوشش نمی دهد.

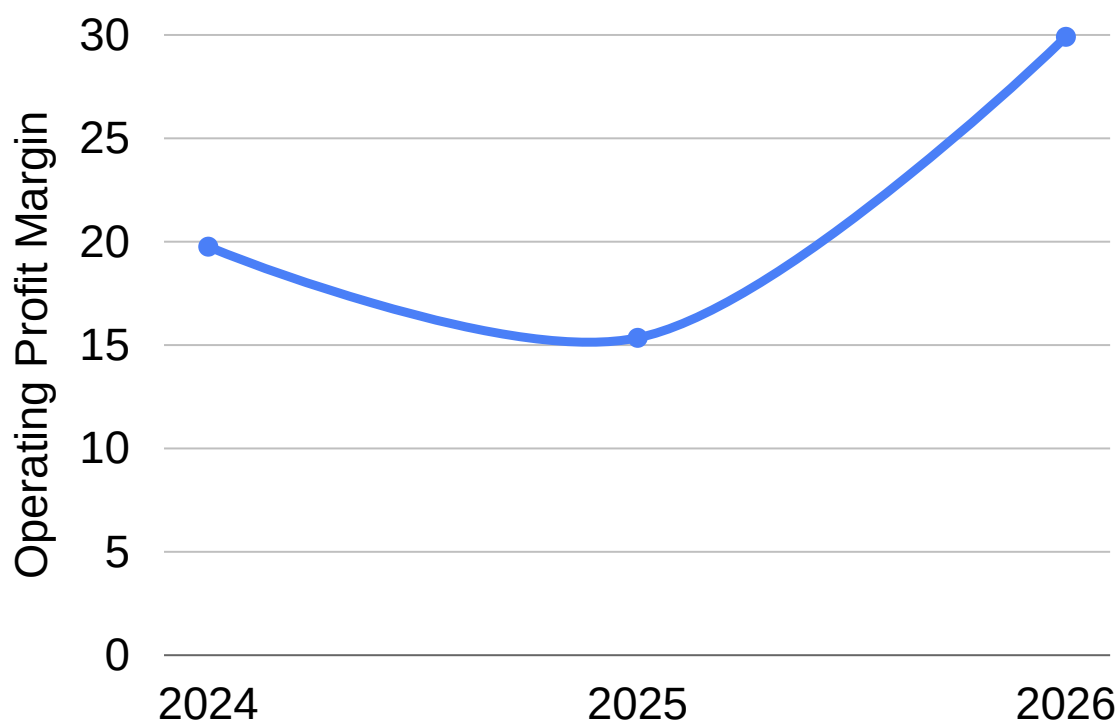
“

”وضعیت: **رد** X“

— Alireza Shafieian

”

## بررسی حاشیه سود عملیاتی



میانگین حاشیه سود عملیاتی شرکت در سه سال آخر منتهی به 1404 برابر با 21% می باشد.

میانگین حاشیه سود صنعت دارویی بازار سرمایه برابر با 30% می باشد.

**حاشیه سود عملیاتی** نشان می دهد شرکت از **فعالیت اصلی کسب و کارش**، قبل از هزینه های مالی و مالیات، چه مقدار سود به دست می آورد.

**حاشیه سود عملیاتی** پایدار پایین معمولاً نشانه یک کسب و کار بی کیفیت و بدون مزیت رقابتی است.

شرکتی که به طور پایدار حاشیه سود عملیاتی پایین دارد معمولا:

- قدرت قیمت‌گذاری ندارد.
- هزینه‌هایش را خوب مدیریت نمی‌کند.
- مزیت رقابتی پایداری نسبت به رقبا ندارد.
- در دوران سخت اقتصادی، فشار بیشتری را متحمل می‌شود.

“

”وضعیت: **رد** X“

— Alireza Shafieian

”

## پروژه‌ها

در بررسی گزارشات تفسیری مدیریت 5 سال منتهی به 1404، پروژه موسوم به روآکوتان در 1400 به بهره برداری رسیده است، اما پروژه بهینه‌سازی خط کامل سل سپت و پروژه خط بیوتکنولوژی هموراده در این 5 سال در گزارشات تفسیری ذکر شده است، **بدون اینکه هزینه‌های پروژه و درصد پیشرفت آنها ذکر شود!**

درمورد پروژه بهینه‌سازی خط کامل سل سپت، شرکت هر سال بیان می‌کند که در سال بعد در نظر دارد نسبت به بهبود و بهینه سازی خط کامل سل سپت براساس GMP و استانداردهای تعریف شیده شرکت Roche سیوئیس اقدام نماید!

درمورد پروژه خط بیوتکنولوژی، شرکت هر سال این را در گزارش تفسیری بیان کرده است: راه اندازی کامل سایت تولید و آزمایشگاه بیوتکنولوژی صورت پذیرفته و بچ های ولیدیشن از محصولات فیلگراستیم و پگ فیلگراستیم تولید و مراحل پایداری آنها انجام شده است. شرکت درحال تهیه CTD مربوط به این محصولات می باشد که پس از انجام بازدید GMP و مطالعات بالینی و اخذ پروانه از سازمان غذا و دارو محصولات مزبور را به بازار عرضه نماید.

**شاید بتوان این را یکی از نشانه‌های شفاف نبودن مدیریت نسبت به سهامداران قلمداد کرد.**

## قضاوت تحلیلگر

با توجه به اینکه شرکت داروسازی زهراوی

- در سودسازی ثبات ندارد،
- نرخ رشد مرکب سود سالانه‌اش از تورم کمتر می‌باشد،
- میانگین نسبت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری کمتر از 1.5 می‌باشد،
- نسبت AP/AIP با ثباتی ندارد و سود سالانه شرکت هزینه بهره را پوشش نمی‌دهد،
- و در گزارشات تفسیری شفافیت ندارد،

**در نتیجه شرکت داروسازی زهراوی مناسب سرمایه‌گذاری نمی‌باشد.**