مسائل مالی داروپخش و مبانی اقتصاد خرد

ده موضوع، با شواهد شرکت و پیوند نظری
کارخانجات داروپخش، نماد «دارو»
آبان ۱۴۰۵

صورت مسئله با داده‌ی جدید

شاخص	۱۴۰۲	۱۴۰۳	۱۴۰۴
فروش	۳۶,۰۶	۳۷,۲۰	۸۶,۳۶
سود عملیاتی	۹,۴۷	۱۱,۲۹	۴۲,۰۴
سود خالص	۳,۲۴	۵,۴۳	۲۶,۸۴
نقد عملیاتی	۹,۰۱	۵,۹۲	۸,۶۱
کل بدهی به دارایی	۸۴,۶٪	۴۰,۱٪	۳۹,۷٪

هم‌زمانی بهبود سود با نقد ضعیف‌تر نسبت به سود، محور اصلی بررسی است

منبع: گزارش هیئت‌مدیره‌ی داروپخش ۱۴۰۴

۱. وصول و سرمایه‌ی در گردش

دوره‌ی وصول رسمی از ۲۹۷ روز در ۱۴۰۲ به ۱۸۶ روز در ۱۴۰۴ رسیده است. بهبود مهم است، ولی بیش از شش ماه فروش همچنان در چرخه‌ی وصول می‌ماند.

نقد عملیاتی ۱۴۰۴ حدود ۸٫۶۱ و سود خالص ۲۶٫۸۴ هزار میلیارد ریال است. تغییر مطالبات و سایر اقلام باید جدا تجزیه شود.

داده‌ی لازم: سن مطالبات هر پخش، کسورات، برگشتی‌ها و برنامه‌ی پرداخت. نسبت کل، ریسک هر مشتری را پنهان می‌کند.

منبع: گزارش هیئت‌مدیره‌ی داروپخش ۱۴۰۴، فروت و همکاران (۱۹۹۳)

تأمین مالی سرمایه‌ی در گردش

اصل مالی: فروش اعتباری، نوعی سرمایه‌گذاری در حساب مشتری است. بازده آن باید هزینه‌ی تأمین پول و زیان نکول را پوشش دهد.

چرخه‌ی تبدیل نقد برابر روزهای موجودی به‌علاوه روزهای وصول منهای روزهای پرداخت است. فقط مطالبات تجاری با فروش متناظر سنجیده شود.

پیشنهاد: حد اعتبار هر پخش و تخفیف تسویه‌ی زودتر با منفعت نقد آزادشده مقایسه شود. کاهش موجودی حیاتی باعث هزینه‌ی کمبود می‌شود.

چرخه‌ی نقد = روزهای موجودی + روزهای وصول − روزهای پرداخت

منبع: گزارش هیئت‌مدیره‌ی داروپخش ۱۴۰۴، فروت و همکاران (۱۹۹۳)

قید نقد و قیمت سایه‌ای سرمایه

در بهینه‌سازی بنگاه، محدودیت نقد قیمت سایه‌ای دارد. یک ریال نقد وقتی تولید را از توقف نجات می‌دهد، ارزش بیشتری پیدا می‌کند.

پایه‌ی خرد: انتخاب بین سود بیشتر با وصول دیرتر و سود کمتر با وصول سریع‌تر، تحت قید بودجه و اطلاعات ناقص درباره‌ی مشتری.

کاربرد: هدف فروش به وصول و حاشیه‌ی پس از هزینه‌ی اعتبار مشروط شود. مقدار بهینه‌ی اعتبار از قرارداد و ریسک هر مشتری به دست می‌آید.

منبع: گزارش هیئت‌مدیره‌ی داروپخش ۱۴۰۴، فروت و همکاران (۱۹۹۳)

۲. تقسیم سود و نیاز به نقد

در ترازنامه‌ی اکسل ۱۴۰۲، سود سهام پرداختنی ۸,۱۰ هزار میلیارد ریال و وجه نقد ۰,۹۰ است. تعهد تقسیم با پرداخت نقدی تفاوت دارد.

این موجودی بدهی، نسبت تقسیم سود همان سال نیست و می‌تواند تعهد سال‌های قبل را نیز دربرگیرد.

پرسش مدیریتی: پس از نگهداری نقد لازم برای تولید، مالیات و بدهی، چه مقدار واقعاً قابل پرداخت است؟

منبع: اکسل پیوست، داده‌ی تاریخی، مودیلیانی و میلر، فیشر (۱۹۳۰)

سیاست تقسیم سود با محدودیت تأمین مالی

در مدل میلر و مودیلیانی با بازار کامل و سرمایه‌گذاری معین، شکل پرداخت به سهامدار ارزش تازه نمی‌سازد.

با هزینه‌ی تأمین مالی، تقسیم نقد ممکن است سرمایه‌گذاری سودآور را کنار بزند. سود انباشته وقتی ارزش دارد که درست تخصیص یابد.

پیشنهاد: دامنه‌ی تقسیم سود به جریان نقد آزاد قابل‌توزیع و تعهدات سررسیدشونده متصل شود، با رعایت مقررات و مصوبه‌ی مجمع.

منبع: اکسل پیوست، داده‌ی تاریخی، مودیلیانی و میلر، فیشر (۱۹۳۰)

انتخاب بین‌زمانی و هزینه‌ی فرصت

فیشر: مصرف امروز با بازده سرمایه‌گذاری و مصرف آینده مبادله می‌شود. نرخ سود، قیمت جابه‌جایی منابع بین زمان‌هاست.

در بازار کامل، سهامدار می‌تواند مصرف دلخواه را با قرض‌دادن و قرض‌گرفتن تنظیم کند. محدودیت‌های واقعی این جدایی را تضعیف می‌کنند.

کاربرد: مقایسه‌ی یک ریال سود تقسیمی با ارزش فعلی بازده همان ریال در وصول، نوسازی یا کاهش بدهی.

منبع: اکسل پیوست، داده‌ی تاریخی، مودیلیانی و میلر، فیشر (۱۹۳۰)

۳. سررسید بدهی و تاب‌آوری مالی

در اکسل ۱۴۰۲، تسهیلات جاری ۱۴,۴۸ هزار میلیارد ریال است و تسهیلات بلندمدت صفر گزارش شده است.

هزینه‌ی مالی همان سال ۴,۳۹ و سود عملیاتی ۹,۴۷ است. پوشش هزینه‌ی مالی حدود ۲,۱۶ برابر است. این نسبت، پرداخت اصل وام را شامل نمی‌شود.

این ارقام تاریخی‌اند. برای تصمیم امروز باید قراردادهای جدید، وثایق و سررسیدهای ۱۴۰۴ و ۱۴۰۵ خوانده شود.

منبع: اکسل پیوست، داده‌ی تاریخی، مودیلیانی و میلر، مایرز و مجلوف (۱۹۸۴)

ساختار سرمایه و هزینه‌ی درماندگی

مودیلیانی و میلر، بی‌اثری ساختار تأمین مالی را تحت مفروضات بازار کامل نشان می‌دهند. مالیات و درماندگی این نتیجه را تغییر می‌دهند.

نظریه‌ی موازنه، منفعت بدهی را با هزینه‌ی موردانتظار بحران مالی مقایسه می‌کند. بدهی ارزان نیز ممکن است در سررسید قابل تمدید نباشد.

پیشنهاد: بخش دائمی سرمایه‌ی در گردش با منابع باثبات‌تر تأمین شود. مقایسه باید هزینه‌ی مؤثر، تضمین و انعطاف قرارداد را شامل شود.

پوشش هزینه‌ی مالی = سود عملیاتی ÷ هزینه‌ی مالی

منبع: اکسل پیوست، داده‌ی تاریخی، مودیلیانی و میلر، مایرز و مجلوف (۱۹۸۴)

تعهدات حالت‌وابسته و اطلاعات نامتقارن

بدهی پرداخت ثابتی می‌خواهد، درحالی‌که درآمد بنگاه در حالت‌های مختلف بازار تغییر می‌کند. این عدم‌تقارن ریسک توقف می‌سازد.

مایرز و مجلوف: اطلاعات بیشتر مدیر از سرمایه‌گذار می‌تواند تأمین مالی بیرونی را گران کند و ترتیب منابع را تغییر دهد.

کاربرد: سناریوی فروش ضعیف و عدم تمدید وام پیش از افزایش اهرم بررسی شود. افشای بهتر قرارداد و جریان نقد، هزینه‌ی اطلاعات را کم می‌کند.

منبع: اکسل پیوست، داده‌ی تاریخی، مودیلیانی و میلر، مایرز و مجلوف (۱۹۸۴)

۴. قیمت مجاز و حاشیه‌ی محصول

گزارش شرکت، تأخیر تعدیل قیمت در برابر رشد هزینه را یک ریسک معرفی می‌کند. اندازه‌ی اثر برای هر محصول باید جدا سنجیده شود.

در اکسل، حاشیه‌ی ناخالص کل از ۴۱٫۴ درصد در ۱۴۰۱ به ۲۹٫۰ درصد در ۱۴۰۲ کاهش یافته است.

بهبود سودآوری ۱۴۰۴ مانع تحلیل مقدار فروش، ترکیب محصول و قیمت نمی‌شود. رشد اسمی، سهم هر عامل را مشخص نمی‌کند.

منبع: اکسل پیوست، داده‌ی تاریخی، گزارش هیئت‌مدیره‌ی داروپخش ۱۴۰۴، لافون و تیرول (۱۹۹۳)

اهرم عملیاتی و تحلیل نقطه‌ی سربه‌سر

با هزینه‌ی ثابت بالا، تغییر حاشیه‌ی فروش اثر بزرگ‌تری بر سود عملیاتی دارد. این همان سازوکار اهرم عملیاتی است.

برای هر قلم، قیمت مجاز با هزینه‌ی متغیر، هزینه‌ی فرصت ظرفیت و هزینه‌ی سرمایه مقایسه شود.

پیشنهاد: پرونده‌ی تعدیل قیمت بر هزینه‌ی قابل‌راستی‌آزمایی و استمرار عرضه تکیه کند. سود حسابداری کل، جای محاسبه‌ی هر قلم را نمی‌گیرد.

مقدار سربه‌سر = هزینه‌ی ثابت ÷ (قیمت − هزینه‌ی متغیر واحد)

منبع: اکسل پیوست، داده‌ی تاریخی، گزارش هیئت‌مدیره‌ی داروپخش ۱۴۰۴، لافون و تیرول (۱۹۹۳)

تنظیم‌گری و عرضه تحت سقف قیمت

سقف قیمت وقتی کمتر از سطح پوشش هزینه‌ی مرتبط باشد، انگیزه‌ی تولید و سرمایه‌گذاری را تضعیف می‌کند. شدت اثر تابع ساختار هزینه است.

لافون و تیرول: تنظیم‌گر اطلاعات کامل از هزینه و تلاش بنگاه ندارد. قاعده‌ی پرداخت باید دسترسی بیمار و انگیزه‌ی کارایی را هم‌زمان ببیند.

کاربرد: جبران هزینه‌ی داروی ضروری و حمایت از بیمار شفاف باشد. افزایش قیمت به‌تنهایی، بدون پرداخت به‌موقع خریدار، مسئله‌ی نقد را حل نمی‌کند.

منبع: اکسل پیوست، داده‌ی تاریخی، گزارش هیئت‌مدیره‌ی داروپخش ۱۴۰۴، لافون و تیرول (۱۹۹۳)

۵. ارز و تداوم تأمین مواد

گزارش ۱۴۰۴، وابستگی به مواد وارداتی و تغییر نرخ ارز را ریسک معرفی می‌کند. تعهد ارزی با ریالی‌بودن فروش پیوند دارد.

برای سنجش مواجهه، خرید مستقیم ارزی، مواد داخلی متأثر از ارز و فاصله‌ی زمانی تعدیل قیمت جدا شوند.

داده‌ی لازم: ارز و سررسید خرید هر ماده، تأمین‌کننده‌ی جایگزین، زمان حمل و موجودی قابل مصرف.

منبع: گزارش هیئت‌مدیره‌ی داروپخش ۱۴۰۴، فروت و همکاران (۱۹۹۳)

مدیریت ریسک برای حفظ سرمایه‌گذاری

فروت، شارفستین و استاین: کاهش نوسان نقد وقتی ارزش می‌آفریند که تأمین مالی بیرونی گران باشد و پروژه‌ی سودآور را حفظ کند.

پوشش طبیعی با تطبیق ارز درآمد و هزینه یا تنوع تأمین بررسی شود. صادرات صرفاً برای پوشش ارز، اگر وصول نامطمئن باشد، کافی نیست.

پیشنهاد: ذخیره‌ی نقد و موجودی مواد حیاتی با هزینه‌ی خواب سرمایه و احتمال توقف مقایسه شود. ابزار مالی به دسترسی واقعی بازار وابسته است.

منبع: گزارش هیئت‌مدیره‌ی داروپخش ۱۴۰۴، فروت و همکاران (۱۹۹۳)

انتخاب تحت عدم‌اطمینان و هزینه‌ی کمبود

مبنای خرد، مقایسه‌ی هزینه‌ی نگهداری ذخیره با زیان موردانتظار کمبود است. انتخاب فقط بر ارزان‌ترین قیمت خرید استوار نیست.

همبستگی اهمیت دارد: جهش ارز ممکن است هم‌زمان با تأخیر واردات و تأخیر وصول رخ دهد. آزمون تک‌متغیره ریسک مشترک را کم نشان می‌دهد.

کاربرد: حداقل ذخیره‌ی هر ماده با زمان تأمین و اهمیت درمانی آن تعیین شود، سپس هزینه‌ی تأمین پول به آن افزوده شود.

منبع: گزارش هیئت‌مدیره‌ی داروپخش ۱۴۰۴، فروت و همکاران (۱۹۹۳)

۶. نوسازی خطوط و کیفیت تولید

گزارش شرکت، فرسودگی برخی تجهیزات را در ضعف‌ها ذکر می‌کند. این گزارش به‌تنهایی زمان خرابی هر خط را تعیین نمی‌کند.

مسئله: بودجه‌ی محدود بین حفظ کیفیت، رفع گلوگاه و افزایش ظرفیت چگونه تقسیم شود؟

داده‌ی لازم: توقف برنامه‌ریزی‌نشده، نرخ ضایعات، هزینه‌ی تعمیر، اعتبارسنجی و فروش ازدست‌رفته‌ی هر خط.

منبع: گزارش هیئت‌مدیره‌ی داروپخش ۱۴۰۴، فیشر (۱۹۳۰)

بودجه‌بندی سرمایه با جریان نقد افزایشی

NPV ارزش فعلی نقد افزایشی پس از مالیات، منهای سرمایه‌گذاری اولیه است. هزینه‌ی گذشته‌ی غیرقابل‌بازگشت در تصمیم جدید نقشی ندارد.

نوسازی می‌تواند از کاهش توقف و ضایعات ارزش بسازد. تغییر سرمایه‌ی در گردش و ارزش اسقاط نیز در محاسبه وارد می‌شود.

پیشنهاد: پروژه‌های الزام‌آور ایمنی و کیفیت با کم‌هزینه‌ترین راه رعایت الزام ارزیابی شوند. توسعه‌ی اختیاری به NPV و تأمین نقد مشروط باشد.

NPV = مجموع ارزش فعلی جریان‌های نقد افزایشی − سرمایه‌گذاری اولیه

منبع: گزارش هیئت‌مدیره‌ی داروپخش ۱۴۰۴، فیشر (۱۹۳۰)

تابع تولید، جانشینی نهاده‌ها و گلوگاه

بنگاه با توجه به قیمت نهاده‌ها و فناوری، هزینه‌ی تولید یک مقدار محصول را کمینه می‌کند. ماشین جدید فقط یکی از نهاده‌هاست.

در تولید مکمل، افزایش ظرفیت یک مرحله بدون رفع گلوگاه مرحله‌ی بعد خروجی را زیاد نمی‌کند. قابلیت استفاده‌ی کل خط مهم است.

کاربرد: خرید دستگاه با آموزش، تأسیسات و کنترل کیفیت یک پروژه دیده شود. هزینه‌ی فرصت توقف نصب نیز در تصمیم بیاید.

منبع: گزارش هیئت‌مدیره‌ی داروپخش ۱۴۰۴، فیشر (۱۹۳۰)

۷. سبد محصول و ورود به فناوری تازه

اکسل ۱۴۰۲ برای ویال تزریقی زیان ناخالص و برای سرم حاشیه‌ی ناخالص حدود ۴۹٫۷ درصد نشان می‌دهد. تفاوت اقتصادی اقلام بزرگ است.

این تصویر تاریخی نیاز به به‌روزرسانی دارد. تخصیص هزینه‌ی مشترک می‌تواند سود گزارش‌شده‌ی هر گروه را تغییر دهد.

پرسش: اصلاح محصول، تولید قراردادی، توقف یا ورود به محصول تازه، در کدام حالت ارزش بیشتری دارد؟

منبع: اکسل پیوست، داده‌ی تاریخی، دیکسیت و پیندایک (۱۹۹۴)

اختیار واقعی و سرمایه‌گذاری مرحله‌ای

دیکسیت و پیندایک: در سرمایه‌گذاری برگشت‌ناپذیر، امکان انتظار و یادگیری ارزش دارد. NPV ایستا همه‌ی این انعطاف را نشان نمی‌دهد.

مرحله‌ی آزمایشی، اخذ مجوز و قرارداد اولیه می‌تواند پیش از تعهد کل سرمایه انجام شود. شکست مرحله‌ی اول باید امکان توقف ایجاد کند.

پیشنهاد: برای محصول پیچیده، بودجه‌ی هر مرحله و شرط ادامه مشخص باشد. انتظار نیز هزینه‌ی ازدست‌دادن بازار دارد.

منبع: اکسل پیوست، داده‌ی تاریخی، دیکسیت و پیندایک (۱۹۹۴)

هزینه‌ی فرصت، صرفه‌ی دامنه و توقف تولید

خرد: ظرفیت کمیاب به محصولی می‌رسد که پس از هزینه‌ی اجتناب‌پذیر، سهم بیشتری به ارزش بنگاه می‌دهد.

زیان پس از سرشکن‌کردن هزینه‌ی ثابت، به‌تنهایی حکم توقف نیست. حذف یک قلم ممکن است هزینه‌ی مشترک را روی بقیه بیندازد.

کاربرد: سهم محصول به ازای ساعت گلوگاه، اثر بر فروش مکمل و تعهد تأمین بررسی شود. هزینه‌ی داروی ضروری به‌صورت روشن جبران شود.

منبع: اکسل پیوست، داده‌ی تاریخی، دیکسیت و پیندایک (۱۹۹۴)

۸. معاملات گروه و پاسخ‌گویی

گزارش رسمی، معاملات با اشخاص وابسته را افشا می‌کند. رابطه‌ی مالکیت می‌تواند هماهنگی و نیز تعارض منافع ایجاد کند.

مسئله‌ی قابل‌آزمون: آیا قیمت، مهلت وصول و ضمانت‌ها برای منافع همین شرکت و سهامداران آن توجیه دارند؟

شاهد لازم: قرارداد قابل‌مقایسه با مشتری مستقل، سررسید واقعی و مجوزهای معامله. وجود وابستگی به‌تنهایی اثبات زیان نیست.

منبع: گزارش هیئت‌مدیره‌ی داروپخش ۱۴۰۴، جنسن و مکلینگ (۱۹۷۶)، ویلیامسون (۱۹۷۹)

نمایندگی و تخصیص سرمایه در گروه

جنسن و مکلینگ: تفاوت منافع مالک و مدیر و هزینه‌ی نظارت بر رفتار، هزینه‌ی نمایندگی می‌سازد.

در شرکت تحت کنترل، منافع سهامدار مسلط و اقلیت نیز ممکن است متفاوت شوند. انتقال نقد باید با بازده و ریسک مستند ارزیابی شود.

پیشنهاد: تصویب مستقل معامله، سقف تضمین و گزارش وصول به تفکیک شخص وابسته. پاداش مدیر به نقد و بازده سرمایه متصل شود.

منبع: گزارش هیئت‌مدیره‌ی داروپخش ۱۴۰۴، جنسن و مکلینگ (۱۹۷۶)، ویلیامسون (۱۹۷۹)

قرارداد ناقص و مرز بنگاه

کوز و ویلیامسون: انتخاب میان بازار و هماهنگی درون بنگاه به هزینه‌ی قرارداد، نظارت و وابستگی دارایی‌ها مربوط است.

مالکیت مشترک، همه‌ی منافع را یکسان نمی‌کند. قرارداد تولید و پخش باید اختیار تصمیم، ریسک و روش حل اختلاف را روشن کند.

کاربرد: اعتبار درون گروه همانند اعتبار بیرونی قیمت‌گذاری شود، مگر منفعت هماهنگیِ قابل‌اندازه‌گیری تفاوت را توجیه کند.

منبع: گزارش هیئت‌مدیره‌ی داروپخش ۱۴۰۴، جنسن و مکلینگ (۱۹۷۶)، ویلیامسون (۱۹۷۹)

۹. تورم، تجدید ارزیابی و ارزش‌گذاری

نسبت کل بدهی به دارایی در ۱۴۰۴ حدود ۳۹٫۷ درصد است. تجدید ارزیابی و تغییر حقوق دفتری، مقایسه‌ی آن با ۱۴۰۲ را تحت تأثیر می‌گذارد.

گزارش، افزایش سرمایه از محل تجدید ارزیابی و سود انباشته را ثبت می‌کند. افزایش سرمایه‌ی اسمی معادل ورود نقد تازه نیست.

پرسش: سود پایدار و توان پرداخت بدهی چقدر است؟ پاسخ به تفکیک آثار قیمت، مقدار، تجدید ارزیابی و نقد نیاز دارد.

منبع: گزارش هیئت‌مدیره‌ی داروپخش ۱۴۰۴، اکسل پیوست، داده‌ی تاریخی، مودیلیانی و میلر

DCF و سازگاری نرخ تنزیل

ارزش عملیات از جریان نقد آزاد بنگاه و نرخ متناسب با همان ریسک به دست می‌آید. سپس بدهی خالص و سایر تعدیلات اعمال می‌شود.

جریان نقد ریالی اسمی با نرخ اسمی ریالی و جریان واقعی با نرخ واقعی تنزیل شود. مخلوط‌کردن این‌ها ارزش را منحرف می‌کند.

پیشنهاد: سناریوی تعدیل قیمت، نرخ ارز و سرمایه‌ی در گردش در خود جریان نقد بیاید. ریسک واحد هم‌زمان دوبار در نقد و نرخ شمرده نشود.

ارزش حقوق سهام = ارزش عملیات + دارایی‌های غیرعملیاتی − بدهی خالص

منبع: گزارش هیئت‌مدیره‌ی داروپخش ۱۴۰۴، اکسل پیوست، داده‌ی تاریخی، مودیلیانی و میلر

قیمت نسبی، قدرت خرید و نبود آربیتراژ

تورم عمومی با تغییر قیمت نسبی دارو و مواد اولیه یکسان نیست. سود واقعی تابع توان جایگزینی نهاده و سرمایه است.

اصل نبود آربیتراژ اقتضا می‌کند واحد پول، زمان و ریسک در مقایسه‌ی ارزش‌ها سازگار باشد. نرخ ارز انتهای سال همه‌ی جریان‌های سال را توضیح نمی‌دهد.

کاربرد: بازده بالای حقوق دفتری کهنه با بازده اقتصادی سرمایه‌ی لازم برای تداوم تولید مقایسه شود. ارزش‌گذاری نقطه‌ای بدون مفروضات موجه نیست.

منبع: گزارش هیئت‌مدیره‌ی داروپخش ۱۴۰۴، اکسل پیوست، داده‌ی تاریخی، مودیلیانی و میلر

۱۰. صادرات، رقابت و مقیاس

در گزارش ۱۴۰۴، فروش صادراتی حدود ۰٫۱۵ درصد کل فروش است. بازار اصلی شرکت داخلی است.

درس حکما و کرکا، اهمیت دسترسی پایدار به بازار مقصد است. صرف ظرفیت تولید، تقاضا و امکان وصول خارجی ایجاد نمی‌کند.

داده‌ی لازم: هزینه‌ی ثبت، مجوز، شریک توزیع، شرایط تحریم و پرداخت، قیمت خالص و حداقل حجم اقتصادی.

منبع: گزارش هیئت‌مدیره‌ی داروپخش ۱۴۰۴، گزارش حکما ۲۰۲۵، اطلاعات رسمی کرکا

ارزش پروژه‌ی صادرات و تنوع نقد

صادرات وقتی ارزش می‌سازد که ارزش فعلی نقد وصول‌شدنی پس از هزینه‌ی ثبت، لجستیک و سرمایه‌ی در گردش مثبت باشد.

تنوع جغرافیایی می‌تواند همبستگی درآمد را کاهش دهد، اما ریسک انتقال پول و قرارداد نیز اضافه می‌کند.

پیشنهاد: یک بازار و یک خانواده‌ی محصول به‌صورت آزمایشی، با قرارداد وصول روشن، ارزیابی شود. فروش دلاری بدون وصول، پوشش نقد نیست.

منبع: گزارش هیئت‌مدیره‌ی داروپخش ۱۴۰۴، گزارش حکما ۲۰۲۵، اطلاعات رسمی کرکا

صرفه‌ی مقیاس و بازی با رقبا

هزینه‌ی ثابت ثبت و کیفیت با حجم بیشتر سرشکن می‌شود. ورود اقتصادی مستلزم رسیدن به حداقل مقیاس کاراست.

در نظریه‌ی بازی‌ها، واکنش رقیب به قیمت و ورود اهمیت دارد. قیمت اولیه‌ی جذاب ممکن است با پاسخ تولیدکننده‌ی مستقر پایدار نماند.

کاربرد: NPV صادرات در برابر کاهش قیمت رقیب، تأخیر مجوز و وصول دیرتر سنجیده شود. همکاری با شریک می‌تواند هزینه‌ی ورود را کم کند.

منبع: گزارش هیئت‌مدیره‌ی داروپخش ۱۴۰۴، گزارش حکما ۲۰۲۵، اطلاعات رسمی کرکا

آزمون حساسیت نقدینگی

سناریوی آموزشی	اثر تقریبی	معنای تصمیم
۳۰ روز کاهش دوره‌ی وصول	۷٫۱۰ هزار میلیارد ریال نقد آزاد	منفعت بالقوه‌ی وصول سریع‌تر
۳۰ روز تأخیر بیشتر در وصول	۷٫۱۰ هزار میلیارد ریال نقد حبس	فشار بر سرمایه‌ی در گردش
۱۰٪ رشد هزینه‌ی مواد	نیازمند سهم مواد در فروش	اثر قبل از مالیات و جبران قیمت
عدم تمدید یک تسهیلات	نیازمند برنامه‌ی اصل و سود	فشار بر پرداخت نقدی

آزادسازی ۳۰ روز وصول، با فرض فروش ثابت، حدود ۲۶٪ سود خالص ۱۴۰۴ است

محاسبه‌ی آموزشی: فروش ۱۴۰۴ ÷ ۳۶۵ × ۳۰، با فرض فروش ثابت. منبع: گزارش هیئت‌مدیره‌ی ۱۴۰۴

اولویت تصمیم‌های هیئت‌مدیره

اولویت	تصمیم پیشنهادی	شاخص کنترل
فوری	بودجه‌ی نقد ۱۳ هفته و مسئول وصول	کسری نقد هفتگی و مطالبات سررسیدگذشته
فوری	قاعده‌ی تقسیم نقد قابل‌پرداخت	منابع پس از تعهدات و تولید
۳ ماه	تفکیک بودجه‌ی حفظ کیفیت و توسعه	توقف، ضایعات و NPV
۳ ماه	بازبینی سبد و قراردادهای پخش	نقد هر قلم و ساعت گلوگاه
۶ تا ۱۲ ماه	آزمون صادرات و قرارداد تولید	وصول واقعی و بازده سرمایه

منبع: فروت و همکاران (۱۹۹۳)، جنسن و مکلینگ (۱۹۷۶)، دیکسیت و پیندایک (۱۹۹۴)

منابع و معرفی کوتاه شرکت‌های خارجی

اکسل پیوست: شیت‌های ترازنامه و سود و زیان تا ۱۴۰۲، نسبت‌های مالی تا بهار ۱۴۰۳ و اطلاعات محصول در شیت «سایر».

گزارش رسمی هیئت‌مدیره‌ی ۱۴۰۴: صفحات چاپی ۴، ۶، ۸ تا ۱۵، ۲۱ تا ۲۴ و ۳۴. این گزارش، جای بررسی یادداشت‌های حسابرسی را نمی‌گیرد.

حکما: تأسیس ۱۹۷۸ در اردن، تولیدکننده‌ی ژنریک و تزریقی، دفتر مرکزی در لندنِ بریتانیا

کرکا: تأسیس ۱۹۵۴ در اسلوونی، تولیدکننده‌ی داروهای ژنریک با برند خود شرکت

ساندوز: ریشه‌ی تاریخی در ۱۸۸۶ در سوئیس، تولیدکننده‌ی ژنریک و زیست‌مشابه

آسپن: آغاز فعالیت شرکت کنونی در ۱۹۹۷ در آفریقای جنوبی، گروه تولید و عرضه‌ی دارو

مقایسه‌ی شرکت‌ها کیفی است. روابط علّی داروپخش بدون داده‌ی تفصیلی، قطعی تلقی نشده‌اند.

منبع: اکسل پیوست، داده‌ی تاریخی، گزارش هیئت‌مدیره‌ی داروپخش ۱۴۰۴، گزارش حکما ۲۰۲۵

منابع نظری و پیوندهای اصلی

مودیلیانی و میلر، ۱۹۵۸ و ۱۹۶۱: ساختار سرمایه و تقسیم سود. فیشر، ۱۹۳۰: انتخاب بین‌زمانی و ارزش فعلی.

جنسن و مکلینگ، ۱۹۷۶: نمایندگی. مایرز و مجلوف، ۱۹۸۴: اطلاعات نامتقارن و تأمین مالی. فروت و همکاران، ۱۹۹۳: ریسک و سرمایه‌گذاری.

کوز، ۱۹۳۷ و ویلیامسون، ۱۹۷۹: مرز بنگاه. لافون و تیرول، ۱۹۹۳: تنظیم‌گری. دیکسیت و پیندایک، ۱۹۹۴: اختیار واقعی.

منبع: مودیلیانی و میلر، فیشر (۱۹۳۰)، جنسن و مکلینگ (۱۹۷۶)

کشور مبدأ و دفتر مرکزی کنونی

شرکت	مبدأ و آغاز فعالیت	دفتر مرکزی کنونی
حکما	آمان، اردن (۱۹۷۸)	لندن، بریتانیا
کرکا	نوومستو، اسلوونی کنونی (۱۹۵۴)	نوومستو، اسلوونی
ساندوز	بازل، سوئیس (۱۸۸۶)	بازل، سوئیس
آسپن	دوربان، آفریقای جنوبی (۱۹۹۷)	دوربان، آفریقای جنوبی

اسلوونی در ۱۹۵۴ بخشی از یوگسلاوی بود. محل دفتر مرکزی با بازارهای فروش و محل کارخانه‌ها تفاوت دارد.

منابع رسمی: حکما، کرکا، ساندوز و آسپن (پیوند هر نام)