

TURK İLAÇ ve SERUM SANAYİ A.Ş. HALKA ARZ FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor SPK'nın VII-128.1 nolu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin KAP'ta yayınlanan İzahname setini inceleyerek kararlarını vermelidirler.

Şirket Hakkında

2012 yılında 50.000 TL sermayeyle Ankara'da kurulan şirket; eczacılığa ilişkin tıbbi ilaçlar, bakteriyel ve viral aşılar, ağrı kesiciler, antiserum ve beslenme serumlarının üretimi alanında faaliyet göstermektedir. Şirket stratejik olarak önem arz eden aşı üretimi konusunda Türkiye'nin özel teşebbüs olarak ilk ve tek yerli aşı üretim tesisini kurmuştur. Türk İlaç, T.C. Sağlık Bakanlığı tarafından verilen ve "Beşeri Tıbbi Ürün Üretim ve İlaç ve İlaç Etkin Maddesi Üretim Hakkı" sağlayan GMP (Beşeri Tıbbi Ürünler İmalathaneleri İyi İmalat Uygulamaları) belgesine sahiptir. Söz konusu belge sayesinde şirket; ruhsatlı serum ürünleri üretimi, ruhsatlı aşı ürünleri ithalatı ve üretimi, ampul ve tablet ilaç üretimi faaliyetleri neticesinde birçok ilaç üretimi yapmaktadır.

Türk ilaç, yılda 34mn litre diyaliz solüsyonu üretim kapasitesiyle diyaliz merkezlerinin temel ihtiyacını karşılarken, yılda 120 milyon adet beslenme sorumu üretimini yapmaktadır. Ayrıca, sahip olduğu aşı üretim ruhsatıyla da Türkiye'nin yıllık 8mn doz olan Difteri Tetanoz (TD) aşısı ihtiyacının tamamını karşılamaktadır. Yıllık Difteri Tetanoz (TD) aşısı üretim kapasitesi 30mn doz seviyesinde olan şirket, Türkiye ihtiyacının dışında kalan kapasitelerini ihracata yönelik olarak kullanmayı planlamaktadır. Yatırımlarını büyük ölçüde tamamlamış olan şirket, devam eden üretimler için kapasite artışı gereklilikleri doğrultusunda depo raf sistemi, Covid-19 aşısı anlaşması tamamlaması halinde ihtiyacına ilişkin ilave flakon dolum hattı, ruhsatlandırma aşamaları beklenen ürünler için ilave ampul dolum makinesi ve artan serum üretimi sebebiyle ilave blister paketleme makinesi yatırımı planlamaktadır.

Stratejik olarak önem arz eden aşılardan gerek ithalat yoluyla, gerekse teknoloji transferi sağlamak kaydıyla üretimini yapan Türk İlaç, Difteri Tetanoz (TD) aşısını yerli olarak üretmekte, Difteri Tetanoz pediatrik, BCG, OPV aşılarını bitmiş ürün olarak ithal etmekte, Hepatit B aşılarının dolum ve paketleme aşamalarını üretim tesislerinde gerçekleştirmektedir. Okul aşıları bağışıklama programı kapsamında ihtiyaç duyulan aşılardan tedarikçisi olarak önemli bir hizmet vermektedir. Diğer taraftan, başka aşılar için teknoloji transferi anlaşması görüşmelerini sürdürmektedir.

Ülkenin ilk ve tek yerli aşı üreticisi konumunda olan şirket, aşı üretimi teknolojisi tecrübesi nedeniyle Covid-19 aşısının tesislerinde üretilebilmesi, dolumu, paketlemesi ve tüm bitmiş ürün testlerinin de tesislerde gerçekleştirilebilmesi için Acil Kullanım Onayı (Emergency Use) almış olan iki aşı üreticisiyle görüşmelerini sürdürmektedir. Şirket ayrıca, Covid-19 aşı ihalelerinde yerleşme politikaları kapsamında ithal edilen aşılardan teknoloji transferi yoluyla dolum süreçlerinin tesislerinde yapılabilmesi ve dünya genelinde Covid-19 aşı dolum kapasitesine ihtiyaç duyulması nedeniyle önümüzdeki dönemde ilave flakon dolum hattı yatırımı planlamaktadır.

İlaçta yerleşmeye hizmet eden ürün gamıyla ülkemizin yıllık serum ihtiyacının %37'sini karşılayan şirket, GMP (Beşeri Tıbbi Ürünler İmalathaneleri İyi İmalat Uygulamaları) sertifikası standartlarına ilişkin son teknolojileri kullanarak beslenme serumu üretimini yapmaktadır. Şirket, serumların ambalajında kullanılan ve normal şartlarda ithal edilen malzemelerin yerli üretimini de gerçekleştirmeye başlamıştır. Bu sayede kesintisiz üretim döviz kazandırıcı faaliyet ve indirgenmiş maliyetlerle üretim yapabilme avantajı sağlamıştır.

Türk İlaç, daha önce ithal edilen ancak son dönemde yüksek hacimli sıvı olması sebebiyle iç pazarda bulunamayan ve yoğun bakım tedavisinde kritik bir ürün olan diyaliz solüsyonu üretimi için yatırım ve belgelendirme sürecini 2019 yılında tamamlamıştır.

Şirketin elde ettiği net satış gelirlerinin ürün bazlı kırılımına aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Net Satışlar (TL)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	9A2019	9A2020
Aşı Gelirleri	51.941.039	88.611.868	88.905.583	45.564.575	81.835.739
Serum Gelirleri	208.510	8.153.440	61.878.169	44.325.323	66.056.953
Ticari Mal Satışı Gelirleri	0	1.864.290	541.623	1.117.370	12.272.499
Hizmet Gelirleri	0	632.150	4.075.134	3.650.133	425.000
Diyaliz Mazmureleri Gelirleri	0	829.271	7.197.788	4.118.950	13.012.916
Diğer Gelirler	706.010	852.162	5.615.839	3.157.704	3.153.777
Satıştan İadeler	-2.787	-256.406	-15.191.845	-12.738.108	-17.362.398
Satıştan İskontolar	0	-3.389.431	-901.802	-574.956	-3.795.197
Net Satışlar	52.852.772	97.297.344	152.120.489	88.620.991	155.599.289

Şirketin operasyonel karlılığına yönelik olarak oranlar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Operasyonel Karlılık Oranları	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	9A2019	9A2020
Net Satışlar	52.852.771	97.297.344	152.120.489	88.620.991	155.599.289
Brüt Kar	33.944.605	55.685.619	70.011.509	31.650.417	79.305.478
Brüt Kar Marjı	64,2%	57,2%	46,0%	35,7%	51,0%
Faaliyet Giderleri/Ciro	21,2%	15,6%	16,3%	17,8%	12,4%
Faaliyet Kar Marjı	30,1%	36,7%	29,4%	16,3%	35,6%
FAVÖK	25.267.092	44.404.142	50.194.788	19.595.241	64.751.826
FAVÖK Marjı	48%	46%	33%	22%	42%
Net Kar	8.326.129	14.393.967	13.482.151	-5.307.315	33.014.394
Net Kar Marjı	15,8%	14,8%	8,9%	-6,0%	21,2%

Şirketin satış gelirleri 9A20'de önceki yılın aynı dönemine göre yaklaşık %76 oranında artışla 155,6mn TL seviyesine ulaşmıştır. 9A20 itibarıyla brüt kar marjı ise %51,0 oranında gerçekleşmiştir. 9A20 FAVÖK rakamı 64,8mn TL olarak gerçekleşen şirketin FAVÖK marjı ise %41,6 seviyesinde gerçekleşmiştir. Türk İlaç, 9A20'de 33,0mn TL tutarında net kar elde etmiştir (9A19: 5,3mn TL net zarar).

Şirketin finansal tablo dönemleri itibarıyla borçluluk durumu ile söz konusu borçların özkaynak ve FAVÖK'e olan oranları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Borçluluk Oranları	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	9A2020
Finansal Yükümlülükler	45.395.662	67.266.698	113.253.693	115.667.570
Hazır Değerler	824.422	6.875.683	1.554.913	1.985.466
Net Borç	44.571.240	60.391.015	111.698.780	113.682.104
Toplam Özkaynak	48.099.393	62.474.320	65.278.907	147.810.532
Net Borç/Toplam Özkaynak	0,93	0,97	1,71	0,77
Uzun Vadeli Borçlanmalar	25.459.872	26.103.837	26.491.153	51.782.793
FAVÖK	25.267.093	44.404.141	50.194.788	95.351.463 *
Net Borç/FAVÖK	1,76	1,36	2,23	1,19

*Yıllıklandırılmış

Şirketin, 2017 yılında 1,76x olan Borç/FAVÖK oranı 2019 yılında 2,23x seviyelerine gelmiştir. 9A20'de Borç/FAVÖK oranı ise 1,19x olarak gerçekleşmiştir.

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortak	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası			
			Ek Satış Hariç		Ek Satış Dahil	
	Sermaye (TL)	Payı (%)	Sermaye (TL)	Payı (%)	Sermaye (TL)	Payı (%)
Mehmet Berat BATTAL	62.310.000	93,00%	48.910.000	63,48%	46.910.000	60,88%
Özlem AKKAYA	3.015.000	4,50%	3.015.000	3,91%	3.015.000	3,91%
İsmail ERDOĞAN	1.675.000	2,50%	1.675.000	2,17%	1.675.000	2,17%
Halka Açık	-	-	23.450.000	30,43%	25.450.000	33,03%
TOPLAM	67.000.000	100,00%	77.050.000	100,00%	77.050.000	100,00%

Halka arz öncesi 67.000.000 TL çıkarılmış sermayesi bulunan Türk İlaç'ın sermayesi nominal 10.050.000 TL artırılabilecek ve mevcut ortaklardan Mehmet Berat BATTAL'ın sahip olduğu 13.400.000 TL nominal değerli paylar satışa sunulacaktır. Böylelikle; toplamda 23.450.000 TL nominal değerli payların halka arzı yapılacaktır. Yapılacak halka arz sonucunda Türk İlaç'ın halka açıklık oranı %30,43 olacaktır. Toplanan kesin talebin, satışa sunulan pay miktarından fazla olması halinde ek satış olarak mevcut ortaklardan Mehmet Berat BATTAL'ın sahip olduğu 2.000.000 nominal değerli paylar dağıtımına tabi tutulacaktır. Ek satışın tamamının gerçekleşmesi halinde; şirketin halka açıklık oranı %33,03 olacaktır.

Pay başına halka arz fiyatı 10,00 TL olarak belirlenmiş olup, toplam halka arz büyüklüğü 234.500.000 TL olacaktır, ek satış halinde halka arz büyüklüğü ise 254.500.000 TL olacaktır.

Halka Arz Gerekçesi ve Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

Halka arz sermaye artırımını ve ortak satışı şeklinde gerçekleştirilecektir. Sermaye artırımından elde edilecek gelir şirket tasarrufunda olacak, ancak ortak satışından elde edilecek gelir halka arz eden pay sahibinin tasarrufunda olacaktır. Dolayısıyla; şirketin mevcut pay sahiplerinden Mehmet Berat BATTAL'ın mevcut paylarının halka arz kapsamında satılması sonucunda şirket herhangi bir gelir elde etmeyecektir. Şirket, sermaye artışı yoluyla elde edeceği halka arz gelirini dört ana alanda değerlendirmeyi hedeflemektedir.

Sermaye artırımından elde edilecek fonun;

- %15'inin yatırım kapasitesinin genişletilmesinde ve üretim hatlarına ilave yatırım yapılmasında,
- %30'unun hammadde temininde,
- %35'inin finansal borçların ve kısa vadeli borçların ödenmesinde,
- %20'sinin ise işletme sermayesi ihtiyacında,

kullanılması planlanmaktadır.

Belirlenen fon kullanım oranları şirket menfaatleri doğrultusunda değişiklik gösterebilir.

Halka Arz Hakkında Bilgi	
Halka Arz Edilen Şirket	Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş.
Halka Arz Fiyatı	10.00 TL
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye (TL)	67,000,000
Halka Arz Edilecek Paylar	Sermaye Artışı: 10.050.000 TL Nominal Değerli Paylar
	Ortak Satışı: 13.400.000 TL Nominal Değerli Paylar
	Ek Satışı: 2.000.000 TL Nominal Değerli Paylar
Halka Açıklık Oranı	30.40%
Halka Açıklık Oranı - Ek Satış Dahil	33.00%
Halka Arz Büyüklüğü (Nominal TL)	23,450,000 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Nominal TL) - Ek Satış Dahil	25,450,000 TL
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar - 8.207.500 TL nominal değerdeki %35 kısmı Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar - 8.207.500 TL nominal değerdeki %35 kısmı Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar - 7.035.000 TL nominal değerdeki %30
Halka Arz Büyüklüğü (TL)	234,500,000 TL
Halka Arz Büyüklüğü (TL) - Ek Satış Dahil	254,500,000 TL
Talep Toplama Tarihi	25 - 26 Şubat 2021

Şirket'in halka arzı "Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı" şeklinde gerçekleşecektir. Halka arz yöntemi ise "Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış" olarak belirlenmiştir. Aracılık Yöntemi "En İyi Gayret Aracılığı" olacaktır.

Halka arz edilen payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren en fazla 30 gün süreyle ek satıştan elde edilen fonun fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler için kullanılması planlanmaktadır. OYAK Yatırım Men. Değ. A.Ş.'nin fiyat istikrarı işlemlerini kesin olarak yerine getireceğine ilişkin taahhüdü bulunmamaktadır. Ortaklar, ek satış hakkının kullanılması halinde, azami olarak ek satıştan elde edeceği kaynağın tümünü bu amaçla kullanabilecektir.

Değerlendirme

OYAK Yatırım Men. Değ. A.Ş.'nin Hazırlamış ve KAP'ta yayınlamış olduğu Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'na ve Belirlenen Fiyata İlişkin Değerlendirme

OYAK Yatırım Men. Değ. A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda; Türk ilaç'ın değerlemesinde gerek şirketin faaliyet gösterdiği sektörün dinamikleri açısından, gerekse şirketin büyüme potansiyeli açısından **İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)** analizinin ve **Piyasa Çarpanları** analizinin kullanılması uygun görülmüştür.

Böylelikle; indirgenmiş nakit akımları yöntemiyle hesaplanan şirket değerine %50 oranında, yurt içi benzer şirket çarpanlarına göre hesaplanan şirket değerine %25 oranında ve yurt dışı benzer şirket çarpanlarına göre hesaplanan şirket değerine %25 oranında ağırlık verilerek, Türk İlaç'ın hedef öz sermaye değeri hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi gelir bazlı bir değerlendirme yöntemi olup şirketin gelecek dönemlerde yaratacağı nakit akımlarını tahmin ederek, belirlenen nakit akımlarının ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti oranıyla iskonto edilerek günümüze indirgenmesiyle şirket değerinin hesaplanmasını içerir. Bu yöntemden yararlanılarak yapılan projeksiyonda; şirketin geçmiş yıllardaki performansı ve şirket yönetiminin geleceğe yönelik beklentileri kullanılmıştır.

Şirket değerlemesi kapsamında FAVÖK hesaplaması yapılırken temkinli kalmak adına; 2020 yılı için brüt kar marjı %49,5 olarak, FAVÖK marjı da %40,6 olarak tahmin edilmiştir. Sonraki yıllar için; aşılarda %50,7, serum ve diyaliz tarafında ise %27,5 brüt kar marjı tahmini ve faaliyet giderlerindeki yıllık %15 oranında artış beklentisiyle, FAVÖK marjının %40,6 seviyesinden 2025 yılına kadar sınırlı olarak %42 seviyelerine kadar iyileşmesi beklenmektedir. Böylelikle; 83,4mn seviyesindeki FAVÖK rakamının da 2025 yılında %24,7 yıllık bileşik büyümeyle 251,5mn TL seviyesine ulaşacağı tahmin edilmiştir.

Nakit akımlarının iskonto edileceği ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti oranı hesaplaması şu varsayımlar altında gerçekleştirilmiştir: Risksiz getiri oranı; Türkiye'deki 10 yıllık TL tahvil (TRT080328T15) oranındaki değişimler takip edilerek mevcut durum için %14 olarak alınmıştır.

Şirketler	Kaldıraçlı Beta	Fin. Borç / Özkaynak	Vergi Oranı	Kaldıraçsız Beta
DEVA	0,65	0,65	22%	0,43
Alkaloid Ad Skopje	0,28	0,1	10%	0,3
Astra Industrial Group	0,79	0,6	20%	0,5
Dongkoo Bio & Pharma Co Ltd	0,87	0,2	25%	0,7
Nichi-Iko Pharmaceutical Co	0,83	1,2	30%	0,5
Orexo AB	0,85	0,5	21%	0,6
Panacea Biotec Ltd	0,5	3,2	48%	0,2
Sopharma AD Sophia	1,08	0,6	10%	0,7
Zentiva SA	0,44	0,0	19%	0,4
Medyan	0,79	0,63	21%	0,45

Beta değeri olarak; şirketle benzer alanda faaliyet gösteren yurt dışındaki şirketlerle, yurt içinde Deva Holding A.Ş.'nin (DEVA) kaldıraçlı Beta değeri kullanılmıştır. Halka açık olmayan şirketlerin Beta değeri hesaplanırken; benzer şirketlerin finansal borçlarının kaldıraç etkisinden arındırılması amacıyla kaldıraçsız Beta değeri kullanılmıştır. Türk İlaç için Beta değeri hesaplanırken de bu şirketlerin kaldıraçsız Beta medyan değeri olan 0,45'e kaldıraç uygulanarak Türk İlaç için 0,74 kaldıraçlı Beta değeri hesaplanmıştır. DEVA ve yurtdışı benzer şirketler için kaldıraçlı Beta değeri hesaplanırken son iki yıllık periyot için günlük hesaplanan Beta değeri kullanılmıştır.

Türk İlaç	
KV Finansal Borçlar	81.996.120
UV Finansal Borçlar	33.671.450
Özkaynak	147.810.532
Türk İlaç Kaldıraçlı Beta	0,74

Yurt içinde hazırlanan raporlar incelendiğinde; piyasa risk priminin genel olarak %5,5 seviyesinde kabul edilmesi nedeniyle, yapılan değerlemede piyasa risk primi %5,5 olarak varsayılmıştır. 2021 - 2025 yılları için vergi oranı %20 olarak alınmıştır. Şirketin finansal borçlarının, finansal borçlar ve öz kaynak toplamına oranı %43,9 olarak kullanılmıştır. Şirketin borçlanma maliyetinin mevcut durumda daha düşük olmasına karşın muhafazakar bir yaklaşımla piyasada mevcut faiz oranlarına yakınsaması adına borçluluk oranı %20 olarak kullanılmıştır. Bu varsayımlar neticesinde; ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti %17,2 olarak hesaplanmıştır. Hesaplama kullanılan oranların değişmeyeceği varsayılmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) Hesabı	
Risksiz Getiri Oranı	14,0%
Beta	0,74
Hisse Risk Primi	5,5%
Vergi Oranı	20,0%
Borç Oranı	43,9%
Özkaynak Oranı	56,1%
Sermaye Maliyeti	18,1%
Şirket Risk Primi	6,0%
Vergi Öncesi Borç Maliyeti	20,0%
AOSM	17,2%

Halka arz edilecek şirketin değerlemesinde kullanılan tahminler, kısmen şirketin öngörülerıyla oluşturulması ve birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle, geleceğe ilişkin herhangi bir taahhüt niteliği taşımamaktadır. Tahminlerin değişmesi durumunda farklı pay başına değerler söz konusu olabilir.

Türk İlaç İNA Değerleme	2018	2019	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Satışlar	97.297.344	152.120.489	205.577.914	274.952.537	349.119.845	433.719.781	519.824.872	598.834.046
Yıllık Değişim	84,1%	56,3%	35,1%	33,7%	27,0%	24,2%	19,9%	15,2%
FAVÖK	44.404.141	50.194.788	83.421.621	107.612.533	142.678.940	182.694.584	218.904.868	251.546.011
FAVÖK Marjı	45,6%	33,0%	40,6%	39,1%	40,9%	42,1%	42,1%	42,0%
Faaliyet Karı	40.498.906	45.170.540	73.499.518	96.614.431	128.714.146	165.345.793	200.710.998	230.586.819
Faaliyet Kar Marjı	41,6%	29,7%	35,8%	35,1%	36,9%	38,1%	38,6%	38,5%
Vergi Oranı Faaliyet Karı	335.109	10.350.117	12.545.177	19.322.886	25.742.829	33.069.159	40.142.200	46.117.364
Efektif Vergi Oranı	0,8%	22,9%	17,1%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı	40.163.796	34.820.424	60.954.341	77.291.545	102.971.317	132.276.635	160.568.798	184.469.456
Yatırım	-16.162.379	-25.399.166	-20.795.572	-19.246.678	-20.947.191	-21.685.989	-20.792.995	-20.959.192
Amortisman	3.905.235	3.905.235	9.922.103	10.998.101	13.964.794	17.348.791	18.193.871	20.959.192
İşletme Sermayesi Değişimi	1.281.912	-26.542.945	-14.178.380	-14.248.248	-18.904.261	-21.101.804	-20.238.915	-17.218.385
SNA	29.188.564	-13.216.452	35.902.492	54.794.720	77.084.659	106.837.632	137.730.758	167.251.070
İskonto Oranı			0,0%	87,0%	74,0%	63,0%	54,0%	46,0%
İndirgenmiş Değer				42.485.895	57.119.311	67.572.960	74.355.536	77.069.930

SNA Bugünkü Değer	318.603.631	32%
Uç Bugünkü Değer	665.681.387	68%
Hedef Firma Değeri	984.285.019	
Net Borç	113.682.104	
Hedef Özsermaye Değeri	870.602.915	12,99

%5 uç büyüme değeri ve %17,2 ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti oranıyla 08 Şubat 2021 tarihine indirgenen serbest nakit akışından, şirketin 30 Eylül 2020 tarihindeki 114mn TL tutarındaki net borcu çıkarıldığında, şirketin piyasa değeri 871mn TL olarak hesaplanmıştır. Şirketin 67mn TL seviyesinde bulunan ödenmiş sermayesine göre pay başına değeri 12,99 TL olarak hesaplanmıştır.

Piyasa Çarpanları Yöntemi

Piyasa çarpanları analizi, piyasa bazlı bir yöntem olup şirket değeri, şirketin faaliyet gösterdiği sektörlerde olan ve borsada işlem gören gerek yurt içinde gerekse yurt dışındaki şirketlerin değerleri ve çarpanları göz önüne alınarak hesaplanmaktadır.

Şirketin, 9A20 yıllıklandırılmış FAVÖK ve net kar tutarlarıyla 2020 yıl sonu tahmini tutarlar aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Türk İlaç (TL)	2019	2020/09*	2020T
FAVÖK	50.194.788	95.351.463	83.421.621
Net Kar	13.482.151	51.803.860	41.767.221
Net Borç	111.698.780	113.682.104	113.682.104

Raporun genelinde de olduğu gibi hesaplamalarda kullanılan FAVÖK tutarı esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderler hesaplamalarını içermemektedir. Gerek yurt içi gerekse yurt dışı çarpan analizleriyle hesaplanan hedef fiyatlarda, Finnet veri programı ve Bloomberg veri terminalinden alınan yıllıklandırılmış veriler kullanılmıştır.

Yurt İçi Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları

Yapılan yurt içi çarpan analizinde, şirketin ana faaliyet alanına mümkün olduğu kadar yakın şirketler seçilmeye çalışılmıştır. Bu kapsamda Borsa İstanbul'da şirkete birebir benzer iş yapan şirket bulunmamakla birlikte özellikle sağlık ve ilaç sektöründe faaliyet gösteren şirketler incelenmiştir. Buna göre 08 Şubat 2021 tarihi kapanışı itibarıyla Borsa İstanbul'da işlem gören, kriterlere uyan sağlık ve ilaç sektörü şirketlerinin piyasa çarpanları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Şirketler	Piyasa Değeri	Yıllıklandırılmış FAVÖK Marjı	F/K	FD/FAVÖK	PD/DD
DEVA	6.092.587.506	34,6%	10,7	11,2	4,2
ECILC	5.605.426.800	18,0%	14,4	28,7	1,2
LKMNH	399.360.000	20,7%	21,4	8,8	4,3
MPARK	5.117.715.169	23,2%	48,0	8,2	20,9
RTLAB	1.091.420.000	31,0%	22,3	28,0	7,9
SELEC	8.271.720.000	3,5%	13,9	10,4	2,4
Medyan		21,9%	17,9	10,8	4,20
2020T FAVÖK	83.421.621				
30/09/2020 Net Borç	113.682.104				
FD/FAVÖK Çar. Hed. Piy. Değeri	817.768.992				
Pay Başına Değer	12,21				

Hedef fiyat hesaplamasında; 2020 yılsonu tahmini FAVÖK ve FD/FAVÖK çarpanıyla yapılan hesaplamada 30.09.2020 sonu net borç tutarı olan 114mn TL kullanılmıştır. F/K ve PD/DD oranlarına da bakılmış olmasına rağmen nakit yaratma kapasitesini kabaca en iyi temsil ettiği düşünülen FD/FAVÖK oranı ile hesaplanan değerlerin değerlendirilme sonucunda kullanılması uygun görülmüştür.

Çarpan analizi yapılırken Borsa İstanbul'da işlem gören sağlık sektöründeki şirketler incelenmiştir. Söz konusu şirketler arasından Lokman Hekim Engürüsağ (LKMNH) Selçuk Ecza Deposu (SELEC) MLP Sağlık Hizmetleri (MPARK) şirketlerinin, Türk İlaç ile arasında ciddi farklılıklar göstermesi sebebiyle çarpan analizine dahil edilmemiştir. Eczacıbaşı İlaç (ECILC) ve RTA Laboratuvarları (RTLAB) ise FD/FAVÖK çarpanlarının 25'ten büyük olması nedeniyle analize dahil edilmemiştir.

FD/FAVÖK çarpanı kullanılarak hedef piyasa değeri 817,8mn TL olarak, pay başına hedef fiyat ise 12,21 TL olarak hesaplanmıştır.

Yurt Dışı Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları

Bloomberg verilerine göre hazırlanan karşılaştırılabilir şirketler kümesinde çoğu şirket için tahmin eksikliği olması sebebiyle yıllıklandırılmış çarpanlar medyanına yer verilmiş ve hedef değere şirketin 2020 yılsonu tahmini değerleri üzerinden ulaşılmıştır. Zentiva SA şirketinin FD/FAVÖK çarpanı 25'ten büyük olması sebebiyle analize dahil edilmemiştir. Bu değerlendirme neticesinde hedef piyasa değeri 802mn TL ve pay başına hedef fiyat 11,97 TL olarak hesaplanmaktadır.

Şirketler	Piyasa Değeri (USD, mn)	F/K	FD/FAVÖK	PD/DD
Alkaloid Ad Skopje	386	18,3	9,3	1,7
Astra Industrial Group	544	21,0	8,8	1,0
Dongkoo Bio & Pharma Co Ltd	205	10,8	15,5	1,8
Nichi-Iko Pharmaceutical Co	666	30,3	11,0	0,8
Orexo AB	201	ad	13,9	3,3
Panacea Biotec Ltd	173	ad	13,7	3,4
Sopharma AD Sophia	290	4,9	7,9	0,8
Zentiva SA	503		26,4	3,2
Medyan	290,3	18,3	11	1,70

2020T FAVÖK	83.421.621
30/09/2020 Net Borç	113.682.104

FD/FAVÖK Çar. Hed. Piy. Değeri	802.319.697
Pay Başına Değer	11,97

Değerleme sonucu

Halka arz öncesi hedef değer bulunması için yapılan değerlendirme çalışmasında; şirket hem indirgenmiş nakit akımları hem de piyasa çarpanları yöntemleriyle incelemiştir. İndirgenmiş Nakit Akımları analizine %50 oranında, yurt içi çarpanlar analizine %25 oranında ve yurt dışı çarpanlar analizlerine %25 oranında ağırlık verilerek yapılan hesaplama neticesinde; halka arz öncesi hedef değer 840mn TL olarak ve pay başına hedef fiyat ise 12,54 TL olarak bulunmuştur.

Türk İlaç Değerleme Sonucu (TL)	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
İNA	870.602.915	50%	435.301.457
Yurt İçi Çarpanlar Analizi	817.768.992	25%	204.442.248
Yurt Dışı Çarpanlar Analizi	802.319.697	25%	200.579.924
TOPLAM			840.323.629
Pay Başına Değer			12,54

Bu hesaplamalar neticesinde %20,3 oranında halka arz iskontosu uygulandıktan sonra pay başına halka arz fiyatı 10,00 TL olarak belirlenmiştir.

Halka Arz Öncesi Değer İskonto Hesabı (TL)	
Naminal Sermaye	67.000.000
Halka Arz Fiyatı	10,00
Halka Arz Fiyatıyla Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	670.000.000
Hedef Piyasa Değeri	840.323.629
İskonto Oranı	20,3%

Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Türk İlaç Fiyat Tespit Raporu'nda, şirket hakkındaki tanıtıcı bilgilere ve şirket faaliyetlerine yönelik açıklamalara yeterli ve anlaşılır bir şekilde yer verildiğini görüyoruz. İlgili raporda kullanılan değerleme yöntemlerinin açıklamalarına da yer verilmiştir.
- Değerleme çalışmasında, gelir bazlı değerleme yaklaşımı olan ve şirket değerinin daha anlamlı belirlenmesine olanak tanıyan İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yönteminin de kullanılmasını şirketin gelecek dönemlerde yaratacağı nakit akımlarını da analiz ederek daha rasyonel bir şirket değeri ortaya çıkarması adına olumlu değerlendiriyoruz. İNA projeksiyonunda yapılan tahminlerin değerleme analizi için makul seviyede olduğu görüşündeyiz. Ancak; İNA analizinde yapılan tahminlerin farklılaşması durumunda farklı pay değerlerine ulaşılmasının söz konusu olabileceğini belirtmek isteriz.
- Piyasa Çarpanları analizinde yurt içi karşılaştırılabilir benzer şirketlerin belirlenmesinde faaliyet alanı örtüşmeyen şirketlerin analize tabi tutulmamış olmasını yerinde buluyoruz. Analizde; uç değer niteliği taşıyan yurt içinde ve yurt dışında faaliyet gösteren benzer şirket çarpanlarının hesaplamaya dahil edilmemiş olmasını ve bu hesaplamada medyan değerlere yer verilmiş olmasını daha makul hesaplamaya olanak sağladığını düşünüyoruz.
- Karşılaştırılabilir benzer şirketlerin değerlendirilmesinde; şirketlerin nakit yaratma kapasitesini iyi temsil ettiği varsayımıyla FD/FAVÖK çarpanlarının kullanılmasını, halka açık şirketlerin değerlemesi için piyasada genel kabul görmüş bir çarpan olması nedeniyle makul karşılıyoruz.

Sonuç: Değerleme çalışmalarında; "İndirgenmiş Nakit Akımları - İNA" analizine %50 oranında, "Yurt İçi Çarpanlar Analizi"ne %25 oranında ve "Yurt Dışı Çarpanlar Analizi"ne %25 oranında ağırlık verilerek hesaplanan işletme değerinin ve %20,3 oranında halka arz iskontosu uygulandıktan sonra pay başına 10,00 TL olarak belirlenen halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.

Bilanço

	2017	2018	2019	9A2020
Dönen Varlıklar	42.299.577	96.317.075	155.864.296	190.534.854
Nakit ve Nakit Benzerleri	824.422	6.875.683	1.554.913	1.985.466
Ticari Alacaklar	23.613.865	54.832.735	99.505.579	141.015.336
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>23.567.333</i>	<i>50.861.853</i>	<i>30.438.884</i>	<i>40.270.379</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>46.532</i>	<i>3.970.882</i>	<i>69.066.695</i>	<i>100.744.957</i>
Diğer Alacaklar	6.812.113	18.207.632	22.269.252	8.965.472
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>6.800.816</i>	<i>18.056.253</i>	<i>22.130.350</i>	<i>8.468.894</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>11.297</i>	<i>151.379</i>	<i>138.902</i>	<i>496.578</i>
Stoklar	6.013.661	7.866.968	13.448.546	15.763.030
Peşin ödenmiş giderler	2.700.925	7.674.918	13.082.630	18.272.935
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	2.700.925	7.674.918	13.082.630	18.272.935
Diğer Dönen Varlıklar	2.334.591	859.139	6.003.376	4.532.615
Duran Varlıklar	80.547.560	93.535.989	111.255.744	175.681.593
Maddi Duran Varlıklar	80.261.045	91.899.772	109.915.096	174.209.234
Kullanım Hakları	0	952.656	721.615	547.565
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	286.515	185.430	619.033	924.794
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0	498.131	0	0
Aktif Toplamı	122.847.137	189.853.064	267.120.040	366.216.447
	2017	2018	2019	9A2020
Kısa Vadeli Yükümlülükler:	49.287.872	101.274.907	175.349.980	166.623.122
Kısa Vadeli Borçlanmalar	18.467.542	16.276.497	86.284.122	74.191.745
<i>Banka Kredileri</i>	<i>15.814.299</i>	<i>8.794.590</i>	<i>53.884.880</i>	<i>70.317.729</i>
<i>Kiralama İşlemlerinden Borçlar</i>	<i>2.573.387</i>	<i>6.309.077</i>	<i>18.368.981</i>	<i>3.198.402</i>
<i>Diğer Kısa Vadeli Borçlanmalar</i>	<i>79.856</i>	<i>1.172.830</i>	<i>14.030.261</i>	<i>675.614</i>
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	12.349.444	32.903.124	9.388.373	7.804.375
Ticari Borçlar	11.578.637	45.932.726	69.644.203	67.079.808
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>0</i>	<i>275.686</i>	<i>4.584.122</i>	<i>0</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>11.578.637</i>	<i>45.657.040</i>	<i>65.060.081</i>	<i>67.079.808</i>
Diğer Borçlar	997.368	1.437.867	1.345.528	1.906.864
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>875.997</i>	<i>0</i>	<i>948.811</i>	<i>1.587.535</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>121.371</i>	<i>1.437.867</i>	<i>396.717</i>	<i>319.329</i>
Ertelenmiş Gelirler	5.251.001	3.974.934	6.353.434	12.468.648
<i>İlişkili Olmayan Tar. Alınan Sip. Avansları</i>	<i>5.251.001</i>	<i>3.974.934</i>	<i>6.353.434</i>	<i>12.468.648</i>
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	449.725	426.474	1.816.238	1.701.754
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	818.210
Kısa Vadeli Karşılıklar	194.155	323.285	518.082	651.718
<i>Çalışanlara Sağ. Faydalar Kap. Borçlar</i>	<i>194.155</i>	<i>323.285</i>	<i>518.082</i>	<i>651.718</i>
Uzun Vadeli Yükümlülükler	25.459.872	26.103.837	26.491.153	51.782.793
Uzun Vadeli Borçlanmalar	14.578.676	18.087.077	17.581.198	33.671.450
<i>Banka Kredileri</i>	<i>1.633.164</i>	<i>4.633.079</i>	<i>13.269.211</i>	<i>24.964.439</i>
<i>Kiralama İşlemlerinden Borçlar</i>	<i>12.945.512</i>	<i>13.453.998</i>	<i>4.311.987</i>	<i>8.707.011</i>
Ertelenmiş Gelirler	10.585.555	7.746.666	4.907.777	0
Uzun Vadeli Karşılıklar	178.758	270.094	502.685	799.731
<i>Çalışanlara Sağ. Fayd. İlişkin Karş.</i>	<i>178.758</i>	<i>270.094</i>	<i>377.685</i>	<i>542.129</i>
<i>Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>125.000</i>	<i>257.602</i>
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	116.883	0	3.499.493	17.311.612
Toplam Yükümlülükler	74.747.744	127.378.744	201.841.133	218.405.915
Ödenmiş Sermaye	25.000.000	25.000.000	25.000.000	67.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflan. Birikmiş Diğ. Kap. Gel. / Gid.	0	-19.040	-53.951	49.463.280
<i>Maddi Duran Varlık Değerleme Artışları</i>	<i>0</i>	<i>0</i>		<i>49.527.156</i>
<i>Tan. Fay. Plan. Yen. Ölçüm Kazanç/Kayıpları</i>	<i>0</i>	<i>-19.040</i>	<i>-53.951</i>	<i>-63.876</i>
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	722.850	1.429.860	2.278.252	2.278.252
Geçmiş Yıl Zararları	14.050.414	21.669.533	24.572.455	-3.945.394
Net Dönem Karı	8.326.129	14.393.967	13.482.151	33.014.394
Toplam Özkaynaklar	48.099.393	62.474.320	65.278.907	147.810.532
Toplam Kaynaklar	122.847.137	189.853.064	267.120.040	366.216.447

Gelir Tablosu

	2017	2018	2019	9A2019	9A2020
Net Satışlar	52.852.771	97.297.344	152.120.489	88.620.991	155.599.289
Satışların Maliyeti (-)	-18.908.166	-41.611.725	-82.108.980	-56.970.574	-76.293.811
Brüt Kar	33.944.605	55.685.619	70.011.509	31.650.417	79.305.478
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-809.547	-1.840.463	-5.537.249	-4.074.623	-3.784.272
Genel yönetim giderleri (-)	-10.385.954	-13.346.250	-19.303.720	-11.700.661	-15.571.273
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	2.611.938	4.169.614	2.948.254	2.531.192	5.272.940
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-9.440.924	-9.007.123	-3.406.326	-3.991.007	-9.871.224
Esas Faaliyet Karı	15.920.118	35.661.397	44.712.468	14.415.318	55.351.649
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1.065.556	2.838.889	2.838.889	2.129.167	7.746.666
Değer Düşüklüğü Kazançları	-952	-127.890	-478.832	-430.642	-280.925
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı / Zararı	16.984.722	38.372.396	47.072.525	16.113.843	62.817.390
Finansman Gelirleri	1.003.991	3.227.364	7.130.341	4.338.233	9.033.095
Finansman Giderleri (-)	-9.036.599	-27.085.696	-36.713.244	-23.967.764	-32.041.310
Finansman Giderleri Net	-8.032.608	-23.858.332	-29.582.903	-19.629.531	-23.008.215
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar	8.952.114	14.514.064	17.489.622	-3.515.688	39.809.175
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir / Gideri	-625.985	-120.097	-4.007.471	-1.791.627	-6.794.781
- Dönem Vergi Gideri	-592.032	-729.741	0	0	-818.210
- Ertelenmiş Vergi (Gideri) / geliri	-33.953	609.644	-4.007.471	-1.791.627	-5.976.571
Dönem Karı	8.326.129	14.393.967	13.482.151	-5.307.315	33.014.394

Çekince:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, ve öneriler nedeniyle ortaya çıkacak kazanç veya kayıplardan Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Buradaki yazı, görüş ve yorumlar yatırımcıları bilgilendirme niteliği taşımakta, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin KAP'ta yayınlanan İzahname setini inceleyerek kararlarını vermelidirler.