

TURK İLAÇ VE SERUM SANAYİ A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

25 Şubat 2021



İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Alnus Yatırım") Araştırma Müdürlüğü tarafından, Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Oyak Yatırım") Konsorsiyum Lideri olduğu Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş. ("Türk İlaç", "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında hazırladığı 9 Şubat 2021 tarihli fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Alnus Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1. HALKA ARZA İLİŞKİN GENEL BİLGİLER

Halka Arz Kodu: TRILC	
Halka Arz Tarihi	25-26 Şubat 2021
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak satışı
Çıkarılmış Sermaye	67.000.000 TL
Sermaye Artırımı	10.050.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	77.050.000 TL
Halka Arz Edilen Hisse Adeti	23.450.000 Adet (10.050.000 Sermaye Artışı , 13.400.000 Ortak Satışı)
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	% 30,43 (Ek satış olursa %33,03)
Halka Arza Aracılık Eden Konsorsiyum Lideri	Oyak Yatırım
Halka Arz Satış Fiyatı	10 TL

Kaynak: Oyak Yatırım

2. ŞİRKET HAKKINDA GENEL BİLGİLER

Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş., 2012 yılında 50.000 TL sermaye ile aşı, serum, katı ve likit form tıbbi beşeri ilaç üretimi konusunda faaliyet göstermek üzere Ankara'da kurulmuştur. 2012 yılında faaliyetlerine başlayan Türk İlaç, 2013 yılı itibarıyla aşı, serum, katı ve likit form tıbbi beşeri ilaç üretimi konusunda yatırımlara başlamıştır. Türk İlaç'ın ana faaliyet konusu eczacılığa ilişkin tıbbi ilaçlar, bakteriyel ve viral aşılar, ağrı kesiciler, antiserum ve beslenme serumlarının üretimini yapmaktır. Şirketin çalışan sayısı 30.09.2020 itibarıyla 318'dir.

Şirket, TR/GMP/2020/103 numaralı GMP (Üretim Tesisi İyi İmalat Uygulamaları) belgesi ile birlikte üretim tesisinde Beşeri Tıbbi Ürün Üretim ve İlaç etkin maddesi üretim hakkına sahiptir. Şirketin ürün grupları içinde steril ürünler, steril olmayan ürünleri biyolojik tıbbi ürünler, ambalajlama, kalite kontrol testleri ve ilaç / aşı etkin maddesi üretim işlemleri bulunmaktadır.

Türk İlaç 2015 yılında 56 milyon doz difteri tetanos yetişkin tip aşı üretimi için T.C. Sağlık Bakanlığı ile yedi yıla yaygın uzun dönem alım garantili bir ihale sözleşmesi imzalamıştır. Böylece "Erişkin Tip Difteri Tetanoz Aşısı Alımı Projesi" kapsamında, yetişkin tip difteri tetanos aşısını tedarik ve teknoloji transferi yolu ile üretim ve yatırım çalışmalarına başlanmıştır.

Şirket yine 2015 yılında onaylı aşı üreticisi olan BB-NCIPD LTD'nin tam yetkili temsilcisi konumuna gelirken BB-NCIPD'nin ruhsatına sahip olduğu diğer aşı ürünleri olan BCG, Difteri Tetanoz pediatrik, PPD ihalelerine iştirak etmeye başlamış ve PPD test tüberkülin için tek tedarikçi konumuna gelmiştir.

Şirket, 2016 yılında CALGEVAX – BCG liyofilize toz içeren ve intravezikal uygulama yöntemi ile mesane kanseri tedavisinde kullanılan endike ampul ürünü için ruhsat almıştır. Türk İlaç, aynı dönemde TC. Sağlık Bakanlığı Üretim Tesisi İyi İmalat Uygulamaları Sertifikası (GMP) belgesini de almıştır. Ayrıca 2016 yılında Şirket'in daha önce 3.500 lt/saat olan serum üretim kapasitesi 10.000 lt/saat kapasitesine yükseltilmiştir.

Şirket 2017 yılında üretimini yapmakta olduğu serum ürünleri için devam eden ruhsatlandırma süreçleri sona erdirirken aynı zamanda Ar-Ge çalışmaları tamamlanan 9 adet ampul ürünü için ruhsat müracaatlarını da tamamlamıştır. 2017-2019 yılları arasında bir yandan tesis çalışmalarını hızlandırmış diğer yandan Ar-Ge laboratuvarlarında, aşı hücre bankası çalışmalarını eş zamanlı başlatmıştır. 2018 yılında, tıbbi cihaz kapsamında yer alan diyaliz hastalarının tedavisinde kullanılan diyaliz solüsyonu üretim tesis yatırımı yapmış ve Hemodiyaliz ürünlerinin ruhsatlandırma sürecini tamamlamıştır.

2019'da yoğun bakım ünitelerinde kullanılmakta olan ve yerli imalatı bulunmayan diyaliz solüsyonu için üretim tesis yatırımı tamamlanmıştır. 2019'da hücre kültürü üretimi tamamlanmış, antijenden başlayan aşı üretimine ilişkin tesis kurulumu, donanım, ana ve yardımcı unsurlar hazır hale getirilmiş, hücre kültürü ve biyolojik ürünler üretimini de kapsayan yeni GMP belgesi alınmıştır.

Türk İlaç, aşı üretimini de kapsam içine alan GMP belgesini alarak, "Erişkin Tip Difteri Tetanoz Aşısı Alımı Projesi"nin tüm aşamalarını başarı ile hayata geçirmiştir. T.C. Sağlık Bakanlığı yerli aşı imalat ruhsatı 04.07.2020 tarihinde alınmış olup okul aşıları arasında yer alan difteri tetanoz (TD) aşısı üretimine başlamıştır. Ar-Ge çalışmaları tamamlanan 6 adet ampul ürünü için ruhsat müracaatları tamamlanmıştır.

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. Hepatit B üretici firma ile aşının antijenden başlayan üretimi için de teknoloji transferi anlaşması müzakerelerine devam edilmektedir. Bağışıklama programı aşılardan olan hepatit A aşısı için global üretici firma ile ikili görüşmelerini sürdürmekte ve teknoloji transferi aşamalarını başlatmak üzere anlaşma metni üzerinde görüşmelerine devam etmektedir.

Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Şirket, 30.09.2020 tarihinde tescil edilen ve 01.10.2020 tarih 10172 sayılı TTSG'de yayımlanan 21.09.2020 tarihli Olağanüstü Genel Kurul toplantısı neticesinde, sermayesini 25.000.000 TL'den 67.000.000 TL'ye artırmıştır. Artırılan 42.000.000 TL'nin tamamı geçmiş yıl karlarından karşılanmıştır.

Ortaklar	Grup	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası		Ek Satış Dahil Halka Arz Sonrası	
		Pay Tutarı (TL)	Pay	Pay Tutarı (TL)	Pay	Pay Tutarı (TL)	Pay
Mehmet Berat Battal	A	20.100.000	%30,00	20.100.000	%26,09	20.100.000	%26,09
Mehmet Berat Battal	B	42.210.000	%63,00	28.810.000	%37,39	26.810.000	%34,80
Özlem Akkaya	B	3.015.000	%4,50	3.015.000	%3,91	3.015.000	%3,91
İsmail Erdoğan	B	1.675.000	%2,50	1.675.000	%2,17	1.675.000	%2,17
Halka Açık Kısım	B	0	%0	23.450.000	%30,43	25.450.000	%33,03
Toplam		67.000.000	%100	77.050.000	%100	77.050.000	%100

Kaynak: Oyak Yatırım

Şirket, halka arzdan elde edeceği geliri dört ana alanda değerlendirmeyi planlamaktadır.

- Halka arz gelirlerinin %35'ini finansal borç ödemeleri ve kısa vadeli çek ödemelerinde
- Halka arz gelirlerinin %30'unu hammadde temininde
- Halka arz gelirlerinin %20'sini işletme sermayesi için
- Halka arz gelirlerinin yaklaşık %15'ini yatırımların finansmanında kullanımı planlanmaktadır.

3. ŞİRKETİN FAALİYETLERİ HAKKINDA BİLGİLER

Şirket'in ana faaliyet konusu aşı ve serum üretimidir. Şirket, hasılatının büyük bir kısmını bu iki ürünün üretim ve satışından elde etmektedir. Ürünlerin satışı Şirket adına tescil edilmiş ruhsat ve markalar ile yapılmaktadır. Şirket; Tetanoz 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.

Türk İlaç, Türkiye'nin yıllık serum ihtiyacının %37'sini karşılayan GMP (Üretim Tesisi İyi İmalat Uygulamaları Sertifikası) standartlarına ilişkin son teknolojileri kullanarak yılda 120 milyon adet kapasite ile hastanelerde kullanılan beslenme serumlarının üretimi yapmaktadır.

Şirket beslenme serumlarının yanı sıra yılda 34 milyon litre diyaliz solüsyonu üretim kapasitesine sahip olup, Türkiye'de sayıları giderek artan diyaliz merkezlerinin temel ihtiyacını karşılamaktadır. Şirket, sahip olduğu aşı üretim ruhsatı ile Türkiye'nin yıllık 8 milyon doz olan TD (Difteri Tetanoz) aşı ihtiyacının tamamını karşılamaktadır. Yıllık difteri Tetanoz aşısı üretim kapasitesi 30 milyon doz seviyesindedir. Türk İlaç aynı zamanda sahip olduğu aşı imal ruhsatları ile aşı üretim konusunda bünyesindeki teknoloji transferi deneyimini diğer aşılarda üretimi için kullanabilme kabiliyetine sahiptir. Şirket, Türkiye ihtiyacının dışında kalan kapasitesini ihracata yönelik kullanmayı planlamaktadır.

Şirket aşı üretimini hacimsel olarak yıldan yıla azaltan serum ve diyaliz ürünlerinin üretimlerini artırmaktadır. 2018 yılında 8,5 milyon adet üretilen aşı miktarı 2019 yılında 8 milyon, 2020 yılının 3. çeyreği itibarıyla ise 5 milyon aşı üretilmiştir (2019 ilk 9 ayı 4 milyon adet). Serum hacmi ise 2018 yılında 2,6 milyon litre iken 2019 yılında 8,7 milyon litreye, 2020 yılının ilk 9 ayında ise 5,8 milyon litreye çıkmıştır (2019 ilk 9 ayı 6,2 milyon litre). Diyaliz solüsyonu hacmi ise 2018 yılında 700 bin litre iken 2019 yılında 5,4 milyon litreye ulaşmıştır. 2020 yılının ilk 9 ayında ise bu miktar 6,3 milyon litre seviyesinde gerçekleşmiştir.

Net satış açısından ürün bazında inceleme yapıldığında 2017 yılında aşı gelirlerinin toplam gelirler içerisindeki payı %98 iken 2018'de bu oran %91'e düşmüştür. 2019 yılında serum satışlarında gözlemlenen yüksek artışın sonucunda serum satış gelirlerinin tüm gelirlere oranı %40,7 seviyesine çıkmış, aşı satışlarından elde edilen gelirin toplam gelire olan oranı %58,4 seviyesine inmiştir. Aşı gelirleri 2019 yılının ilk 9 ayında 45,7 milyon TL seviyesinde iken 2020 yılının ilk ayında 81,8 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Serum gelirleri ise 2019 yılının ilk 9 ayında 44,3 milyon TL iken 2020 yılının ilk 9 ayında 66,1 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılında diyaliz solüsyonları toplam gelirin %7'lik kısmını oluşturmuştur.

4. MALİ TABLOLAR

Bilanço (TL)				
VARLIKLAR	2017	2018	2019	2020/09
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
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 Hakkı		952.656	721.615	547.565
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	286.515	185.430	619.033	924.794
Ertelenen vergi varlıkları		498.131		
Toplam Varlıklar	122.847.137	189.853.064	267.120.040	366.216.447
KAYNAKLAR	2017	2018	2019	2020/09
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>

Kiralama İşlemlerinden Borçlar	2.573.387	6.309.077	18.368.981	3.198.402
Diğer Kısa Vadeli Borçlanmalar	79.856	1.172.830	14.030.261	675.614
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
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar		275.686	4.584.122	
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	11.578.637	45.657.040	65.060.081	67.079.808
Diğer Borçlar	997.368	1.437.867	1.345.528	1.906.864
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	875.997		948.811	1.587.535
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	121.371	1.437.867	396.717	319.329
Ertelenmiş Gelirler	5.251.001	3.974.934	6.353.434	12.468.648
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	449.725	426.474	1.816.238	1.701.754
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü				818.210
Kısa Vadeli Karşılıklar	194.155	323.285	518.082	651.718
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
Banka Kredileri	1.633.164	4.633.079	13.269.211	24.964.439
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	12.945.512	13.453.998	4.311.987	8.707.011
Ertelenmiş Gelirler	10.585.555	7.746.666	4.907.777	
Uzun Vadeli Karşılıklar	178.758	270.094	502.685	799.731
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	178.758	270.094	377.685	542.129
Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar			125.000	257.602
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	116.883		3.499.493	17.311.612
Özsermaye	48.099.393	62.474.320	65.278.907	147.810.532
Ödenmiş sermaye	25.000.000	25.000.000	25.000.000	67.000.000
Kar veya Zararda Yen. Sınıf. Bir. Diğ. Kap. Gel. ve Giderler		-19.040	-53.951	49.463.280
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	722.850	1.429.860	2.278.252	2.278.252
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	14.050.414	21.669.533	24.572.455	-3.945.394
Net Dönem Karı (Zararı)	8.326.129	14.393.967	13.482.151	33.014.394
Toplam Kaynaklar	122.847.137	189.853.064	267.120.040	366.216.447

Gelir Tablosu (TL)					
	2017	2018	2019	2019/09	2020/09
Hasılat	52.852.771	97.297.344	152.120.489	88.620.991	155.599.289
Yıllık Değişim		84,1%	56,3%		75,6%
Satışların Maliyeti (-)	-18.908.166	-41.611.725	-82.108.980	-56.970.574	-76.293.811
Yıllık Değişim		120,1%	97,3%		33,9%
Brüt Kar (Zarar)	33.944.605	55.685.619	70.011.509	31.650.417	79.305.478
Yıllık Değişim		64,0%	25,7%		150,6%
Brüt Kar Marjı	64,2%	57,2%	46,0%	35,7%	51,0%
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
Faaliyet Karı	22.749.104	40.498.906	45.170.540	15.875.133	59.949.933
Yıllık Değişim		78,0%	11,5%		277,6%
Faaliyet Kar Marjı	43,0%	41,6%	29,7%	17,9%	38,5%
Amortisman	2.517.989	3.905.235	5.024.248	3.720.108	4.801.983
FAVÖK	25.267.093	44.404.141	50.194.788	19.595.241	64.751.916
Yıllık Değişim		75,7%	13,0%		230,4%

FAVÖK Marjı	47,8%	45,6%	33,0%	22,1%	41,6%
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/Zararı	15.920.118	35.661.397	44.712.468	14.415.318	55.351.649
<i>Yıllık Değişim</i>		124,0%	25,4%		284,0%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1.065.556	2.838.889	2.838.889	2.129.167	7.746.666
TFRS 9 Uy. Bel. Değ. Düş. Kaz. (Zar.) ve Değ. Düş. Zar. İpt.	-952	-127.890	-478.832	-430.642	-280.925
Finansman 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	-27.086.696	-36.713.244	-23.967.764	-32.041.310
Sürdürülen Faal. Vergi Öncesi Kar/Zararı	8.952.114	14.514.064	17.489.622	-3.515.688	39.809.175
Sürdürülen faal. Vergi gelir/gideri	-625.985	-120.097	-4.007.471	-1.791.627	-6.794.781
Dönem Karı/Zararı	8.326.129	14.393.967	13.482.151	-5.307.315	33.014.394

5. DEĞERLEME

Oyak Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerleme çalışmasında Türk İlaç'ın verileri 30 Eylül 2020 dönemi itibarıyla yıllıklandırılmış yada 2020 sonu tahminleri ile kullanılmıştır. Değerleme çalışmasında sonuca ulaşmak için çarpan analizi (yurt dışı karşılaştırılabilir şirketler ve yurt içi karşılaştırılabilir şirketler) ve indirgenmiş nakit akımı yöntemlerine eşit (%50) ağırlık verilmiştir.

5.1 Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi

5.1.1. Yurtiçi Benzerlere Göre Piyasa Değeri

Oyak Yatırım Fiyat Tespit Raporu'nda Türk İlacın halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanlarının medyanı kullanılmıştır.

Oyak Yatırım, Şirket'in 30.09.2020 tarihli bilançosundaki net borç ve 2020 tahmini FAVÖK değerini çarpan analizinde kullanmıştır.

Türk İlaç'ın yurt içi çarpan analizinde, BİST içerisinde sağlık ve ilaç sektöründe faaliyet gösteren 6 şirket incelenmiştir. Bu Şirketlerden LKMNH, SELEC ve MPARK şirketleri Türk İlaç ile ciddi farklılıklar göstermesi sebebiyle çarpan analizine dahil edilmezken ECILC ve RTALB şirketleri FD/FAVÖK çarpanları 25'ten büyük olması nedeniyle analize dahil edilmemiştir. Dolayısıyla sadece ilaç firması DEVA'nın 11,2 FD/FAVÖK çarpanı ile hesaplama yapılmıştır.

2020T FAVÖK	83.421.621
30.09.2020 net borç	113.682.104
FD/FAVÖK çarpanı ile hedef piyasa değeri	817.768.992
Pay başına değer	12,21

5.1.2. Yurtdışı Benzerlere Göre Piyasa Değeri

Bloomberg terminalinden alınan benzer şirketler grubunda 8 şirketin medyan F/K (18.3x) ve FD/FAVÖK (11.0x) çarpanlarına tekabül etmektedir. Bu verilerden FD/FAVÖK oranı olan 11.0 ile hesaplama yapılmıştır.

2020T FAVÖK	83.421.621
30.09.2020 net borç	113.682.104
FD/FAVÖK çarpanı ile hedef piyasa değeri	802.319.697
Pay başına değer	11,97

5.2 İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

İNA metodunda, geçmiş 2 yıllık (2018-2019) gelir tablosu ve bilanço kalemleri Türk İlaç yönetiminin beklentileri ile geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2020-2025 yılları için projeksiyon yapılmıştır.

Rapor'da yer alan projeksiyonda 2021 yılında %34, 2022 yılında %27, 2023 yılında %24, 2024 yılında %20 ve 2025 yılında %15 oranında yıllık ciro artışı gerçekleştirileceği tahmin edilmektedir. Şirketin 2020 yılında 8 milyon doz aşı üretmesi beklenirken bu miktarın 2021, 2022 yıllarında %20, 2023, 2024 %15 ve 2025 yılında %10 artışla 16,8 milyona yükselmesi, serum üretiminin ise 2020 yılında 7,1 milyon litre olması 2021 yılında %15 ve sonraki yıllarda %10 artışla 2025 yılında 12 milyon litreye ulaşması beklenmektedir.

Faaliyet giderlerinin tahmin periyodu için her yıl %15 oranında artış olacağı öngörülürken Şirketin öngörülleri kapsamında ve kapasitenin halihazırda yeterli olması dolayısıyla projeksiyon dönemi boyunca ciddi bir yeni yatırım harcaması yapılmayacağı varsayılmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesabında; risksiz getiri oranı % 14, piyasa riks primi % 5,5, özsermaye maliyeti % 18,10, beta 0,74 kullanılarak AOSM % 17,2 olarak hesaplanmıştır. Terminal büyüme oranı olarak da %5 kabul edilmiştir.

	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Satışlar	205.577.914	274.952.537	349.119.845	433.719.781	519.824.872	598.834.046
Yıllık Değişim (%)	35%	34%	27%	24%	20%	15%
FAVÖK	83.421.621	107.612.533	142.678.940	182.694.584	218.904.868	251.546.011
FAVÖK Marjı (%)	40,6%	39,1%	40,9%	42,1%	42,1%	42,0%
Faaliyet Karı	73.499.518	96.614.431	128.714.146	165.345.793	200.710.998	230.586.819
Faaliyet Kar Marjı (%)	35,8%	35,1%	36,9%	38,1%	38,6%	38,5%
Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı	60.954.341	77.291.545	102.971.317	132.276.635	160.568.798	184.469.456
Yatırım	(20.795.572)	(19.246.678)	(20.947.191)	(21.685.989)	(20.792.995)	(20.959.192)
Amortisman	9.922.103	10.998.101	13.964.794	17.348.791	18.193.871	20.959.192
İşletme Sermayesi Değişimi	(14.178.380)	(14.248.248)	(18.904.261)	(21.101.804)	(20.238.915)	(17.218.385)
İNA	35.902.492	54.794.720	77.084.659	106.837.633	137.730.759	167.251.071

INA BUGÜNKÜ DEĞER	318.603.032
UÇ BUGÜNKÜ DEĞER	665.681.987
FİRMA DEĞERİ	984.285.019
NET BORÇ	113.682.104
HEDEF PİYASA DEĞERİ	870.602.915
PAY BAŞINA DEĞER	12,99

Kaynak: Oyak Yatırım

Raporda, tahmini serbest nakit akışı projeksiyonları, %5 uç büyüme değeri ve %17,2 AOSM ile indirgenen verilerden çıkan 984.285.019 TL firma değerine Şirket'in 113.682.104 TL'lik net borç tutarı eklendiğinde, çıkan piyasa değeri 870.602.915 TL olarak hesaplanmıştır.

5.3 Nihai Değerleme

Türk İlaç için yurtiçi ve yurtdışı Piyasa Çarpanları Yöntemi neticesinde elde edilen özsermaye değeri %50, İNA yöntemi %50 oranına ağırlıklandırılarak Nihai Değere aşağıdaki şekilde ulaşılmıştır.

Sermaye Artırımı Öncesi Değerleme (TL)

Yöntem	Şirket Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları	870,602,915	50%	435,301,458
Yurtiçi Benzer Şirketlere Göre	817,768,992	25%	204,442,248
Yurtdışı Benzer Şirketlere Göre	802,319,697	25%	200,579,924
Türk İlaç Şirket Değeri		100%	840,323,630 TL

Halka Arz Değerlemesi

Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	67,000,000
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	840,323,630
Hisse Başı Pay Değeri	12.54 TL
Halka Arz İskontosu	-20.3%
Halka Arzda Pay Değeri	10.00 TL
Halka Arzda Piyasa Değeri	670,000,000

Kaynak: Oyak Yatırım

Türk İlaç için yapılan değerlendirme çalışmaları neticesinde Özsermaye Değeri 840.323.630 TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi olan 67.000.000 TL'ye göre birim pay değeri 12,54 TL'ye karşılık gelmektedir. Rapor'da bulunan hisse başı hedef piyasa değerine % 20,3 halka arz iskontosu uygulandığında hisse başına piyasa değerinin 10,00 TL'ye geldiği görülmektedir. Böylece Türk İlaç için halka arz fiyatı hisse başı 10 TL olarak belirlenmiştir.

6. SONUÇ

Oyak Yatırım tarafından hazırlanan ve kap.org.tr'de yayımlanmış olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin analizimizde Şirket verilerinin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş, ayrıca mali veya hukuki inceleme yapılmamıştır.

Şirketin niş bir sektörde faaliyet göstermesi, üretim yapısı, büyüme stratejisi, artan karlılık verilerini dikkate alarak, halka arzdan gelecek kaynağın şirketi daha ileri taşımaya yardımcı olacağını düşünüyoruz.

Değerlemede kullanılan İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi geleceğe yönelik tahminler içerdiğinden ve Şirket yetkililerinin yönlendirmesi ile oluştuğundan tarafımızca analiz edilememiştir. Ancak faaliyet giderinin ciroya oranının sürekli % 15'de kalacağı ve kapasite kullanım oranının sürekli iyileşeceği beklentisinin daha fazla açıklamaya ihtiyaç duyacağını düşünüyoruz.

Benzer şirket çarpanlarında PD/DD, F/K ve FD/Hasılat oranlarının değerlemeye dahil edilmeyerek sadece FD/FAVÖK oranına bakılması eksiklik görülebilir. Yurtiçi benzer şirket çarpanlarında kullanılan şirketlerin faaliyet konularının Türk İlaç ile çok da yakın olmadığını görüyoruz. Bu noktada Çarpan analizinde uç değerlerin alınmamasını ve ortalama yerine medyan değer kullanılmasını olumlu buluyoruz. Yurtdışı benzerlerde farklı ülkelerden birer temsilci seçilmesini ve aşırı uç değerlerin alınmamasını olumlu, sadece Firma Değeri/FAVÖK'ün alınmasını eksiklik olarak görüyoruz.

Yukarıdaki görüşlerimiz ve çekincelerimiz çerçevesinde Türk İlaç halka arz fiyat tespit raporunu makul buluyoruz.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunan kurumların görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler 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, haber veya öneriler nedeniyle ortaya çıkacak ticari kazanç veya kayıplardan Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.