

Bu rapor InvestAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (InvestAZ) tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2 fıkrası kapsamında hazırlanmış olup, Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş (TRILC) halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor, Kurum'un yalnızca Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayınlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı InvestAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Şirket Hakkında Bilgi

Her yıl T.C. Sağlık Bakanlığı tarafından milyonlarca TL bütçe ayrılan aşı gibi sağlık sektöründe stratejik bir öneme sahip olan aşılardan gerek ithalat yoluyla gerekse teknoloji transferi sağlamak kaydı ile ürünün 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 paketlenme aşamalarını üretim tesislerinde gerçekleştirmektedir. Hepatit B üretici firma ile aşının antijenden başlayan üretimi için de teknoloji transferi anlaşması müzakerelerine devam edilmektedir. Yine bağışıklama programı aşılardan olan hepatit A aşısı için küresel üretici firma ile ikili görüşmelerini sürdürmekte ve teknoloji transferi aşamalarını başlatmak üzere anlaşma metni üzerinde görüşmelerine devam etmektedir. Türk İlaç, Bağışıklama Programı kapsamında yer alan aşılardan suçiçeği aşısı ile ilgili de global üretici ile teknoloji transferi anlaşması görüşmelerini sürdürmektedir. Dünya Sağlık Örgütü tavsiyesine uygun olarak TD aşısı ile birlikte Tdap (tetanoz, difteri, boğmaca) aşısının yerli üretimi konusunda teknoloji sahibi firma ile birlikte Ar-Ge çalışmalarına başlanmıştır. Teknoloji transferi aşamasını tamamlayarak Türkiye'nin aşı konusunda dışa bağımlılığının azaltılması ve rekabetin oluşturulması yönünde önemli katkılar sağlayarak Okul Aşılı Bağışıklama Programı kapsamında ihtiyaç duyulan aşılardan tedarikçisi olarak önemli bir hizmet vermektedir.

Halka Arz Pay Miktarı ve Şekli (Nominal)

Ödenmiş Sermaye	67.000.000 TL
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış
Halka Arz Miktarı - Sermaye Artırımı	10.050.000 TL
Halka Arz Miktarı - Ortak Satışı	13.400.000 TL
Halka Arz Toplam Miktarı:	23.450.000 TL (25.500.000 TL ek satış dahil)
Halka Arz Oranı (Halka Açıklık)	30,43% (ek satış dahil %33,03)

Şirket Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü

Halka Arz Fiyatı	10,00 TL
Halka Arz Şirket Büyüklüğü	234.500.000 TL (254.500.000 TL ek satış dahil)

BIST İşlem Kodu

TRILC

Halka Arz Tarihleri

25-26 Şubat 2021

Aracılık Yöntemi

En İyi Gayret Aracılığı

Talep Toplama Yöntemi

Tek Fiyat Borsada Satış

Fiyat İstikrarı Sözleşmesi

Hissenin işlem görmeye başlamasından sonra 30 gün boyunca yapılması planlanmaktadır. Ayrılacak azami fon ek satış yapılması durumunda buradan sağlanacak tutar kadar olacaktır.

Bunun yanı sıra ülkenin ilk yerli aşı üreticisi konumunda olan şirket, gerek aşı üretim teknolojisi tecrübesi gerekse aşı üretimi konusunda sahip olduğu deneyimli kadrosu ile Covid-19 aşısının Türk ilaç tesislerinde üretilebilmesi, dolum, paketleme ve tüm bitmiş ürün testlerinin de tesiste gerçekleştirilebileceği şekilde biri “Emergency Use” iznini almış FDA onaylı iki aşı üreticisi ile Türkiye’de üretim konusunda görüşmelerini sürdürmektedir. 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 üretimini yapmaktadır. Şirket, serumların primer ambalajında kullanılan çok katlı pp filmini ve kapama ağzlarında bulunan kapakları (port) grup firmalarından olan Turk Plast firmasında tamamlamış olduğu AR-GE çalışmaları neticesinde üretmeye başlamış ve serum üreticisi diğer firmaların ithal olarak tedarik ettiği üretim bileşenlerini yerli üretmeyi başarmış, bu sayede kesintisiz üretim, döviz kazandırıcı faaliyet ve indirgenmiş maliyetlerle üretim yapabilme avantajlarını sağlamıştır. Türk İlaç beslenme serumlarının yanı sıra yılda 34 milyon litre diyaliz solüsyonu üretme kapasitesine sahip olup, Türkiye’de sayıları giderek artan diyaliz merkezlerinin temel ihtiyacını karşılamaktadır. Şirket ayrıca sahip olduğu aşı üretim ruhsatı ile Türkiye’nin yıllık 8 milyon doz olan TD aşı ihtiyacının tamamını karşılamaktadır. Yıllık difteri Tetanoz aşısı üretim kapasitesi 30 milyon doz seviyesindedir. Şirket, Türkiye ihtiyacının dışında kalan kapasitesini ihracata yönelik kullanmayı planlamaktadır.

Türk İlaç, Türkiye’de yerli üretimi olmayan sadece ithal edilmek suretiyle kullanılabilen yoğun bakım ünitelerinin kritik ihtiyacı olan ve anestezi hastalarında kullanılan diyaliz solüsyonu üretimi için yatırım ve belgelendirme sürecini 18.06.2019 tarihinde tamamlamıştır. Yatırımlarını büyük ölçüde tamamlamış olan şirket devam eden üretimler için kapasite artışı gereklilikleri doğrultusunda depo raf sistemi, Covid-19 aşısı anlaşması tamamlanması halinde ihtiyaca ilişkin olarak ilave flakon dolum hattı, ruhsatlandırma aşamalarının tamamlanması beklenen ampul ürünlerinden aşı dolumunu dedike edebilmek için ilave ampul dolum makinası ve artan serum üretimi sebebi ile ilave blister paketleme makinesi yatırımı planlamaktadır. Türk İlaç’ın ürünlerinin satışı tescil edilmiş ruhsat ve markalar ile yapılmaktadır. Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş.’ye ait markalar arasında serum ürün markası İZOFLEKS olup, ampul ürün grubunda ASİSTURK – ampul ürün markası (mukolitik), DİKTURK – ampul ürün markası (Analjezik), DOPATURK – ampul ürün markası (Dopaminerjik), FURATURK – ampul ürün markası (Diüretik) KEMOTURK – ampul ürün markası (Antiemetik), NORATURK – ampul ürün markası (Adrenerjik), PİRATURK – ampul ürün markası (Nootropik), RANİTURK – ampul ürün markası (H2 Reseptör antagonisti) ve TRAMTURK – ampul ürün markası (Analjezik) yer almaktadır. Ayrıca diyaliz grubu ürünlerinde önemliler arasında DİADOL ve DİAFLEKS markaları yer almaktadır. HDFTURK ise Şirket’in diyaliz grubu ürün markasıdır.

Halka Arz Gelirinin Kullanımı:

Şirket, halka arzdan elde edeceği geliri dört ana alanda değerlendirmeyi planlamaktadır. İlk olarak halka arz gelirinin %30’unun hammadde temininde kullanılması planlanmaktadır. İkinci olarak gelirin %15’i ile mevcut yatırım kapasitesinin genişletilmesi ve bazı üretim hatlarında kapasite artışı ile ilgili ilave yatırım yapılması planlanmaktadır. Şirket halka arzdan elde ettiği gelirin %35’i ile finansal borç ve kısa vadeli borç ödemeleri yapmayı planlamaktadır. Son olarak da kalan %20’lik kısmın işletme sermayesi olarak kullanılması hedeflenmektedir. Belirtilen fon kullanım oranları şirket menfaatleri doğrultusunda değişkenlik gösterebilir. Halka arz gelirinin kullanımı ile ilgili daha detaylı bilgiye Şirket İzahname’sinin 28.2. nolu bölümünde yer verilmiştir. Raporun sonunda belirtildiği üzere %50 indirgenmiş nakit akışı, %25 yurtiçi benzer şirket çarpanları, %25 yurtdışı benzer şirket çarpanları ağırlıklarıyla, şirket için ulaştığımız hedef

değer 940 milyon TL ve hisse başına 12,54 TL'dir. Bulunan hisse başına hedef piyasa değerine %20,3 halka arz iskontosu uyguladığımızda halka arz için 10,00 TL hisse başına fiyata ulaşıyoruz.

Ortaklık Yapısı:

	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı
Mehmet Berat Battal (A Grubu)	20.100.000	30,00%	20.100.000	26,09%
Mehmet Berat Battal (B Grubu)	42.210.000	63,00%	28.810.000	34,80%
Özlem Akkaya (B Grubu)	3.015.000	4,50%	3.015.000	3,91%
İsmail Erdoğan (B Grubu)	1.675.000	2,50%	1.675.000	2,17%
Halka Açık Paylar (B Grubu)	-	-	23.450.000	33,03%
Toplam	67.000.000	100%	77.050.000	100%

Finansal Tablolar

Varlıklar TL	2017	2018	2019	30.09.2020
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	4.832.735	99.505.579	141.015.336
Diğer Alacaklar	6.812.113	18.207.632	22.269.252	8.965.472
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

Bu raporda yer alan veriler ve bilgiler güvenilir olguları varsayılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu rapordaki bilgiler bilgilendirme amaçlıdır. Yorumlar tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerini yansıtmaktadır. verilen bilgiler, yorumlar ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir, alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Burada yer alan bilgi ve yorumların kullanılması sonucu doğabilecek zararlardan Invest AZ sorumlu tutulamaz.

Kullanım Hakları	-	952.656	721.615	547.565
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	286.515	185.430	619.033	924.794
Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	498.131	-	-
Toplam Varlıklar	122.847.137	189.853.064	267.120.040	366.216.447

Yükümlülükler TL	2017	2018	2019	30.09.2020
Kısa Vadeli Borçlanmalar	18.467.542	16.276.497	86.284.122	74.191.745
Uzun Vadeli Borçlanmaların KV 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
Diğer Borçlar	997.368	1.437.867	1.345.528	1.906.864
Ertelenmiş Gelirler	5.251.001	3.974.934	6.353.434	12.468.648
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	-	-	818.210
Kısa Vadeli Karşılıklar	194.155	323.285	518.082	651.718
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	49.287.872	101.274.907	175.349.980	166.623.122
Uzun Vadeli Borçlanmalar	14.578.872	18.087.077	17.581.198	33.671.450
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Uzun Vadeli Karşılıklar	178.758	270.094	377.685	542.129
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	12.945.512	13.453.998	4.311.987	8.707.011
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	116.883	-	3.499.493	17.311.612
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	25.459.872	26.103.837	26.491.153	51.782.793
Toplam Yükümlülükler	74.747.744	127.378.744	201.841.133	218.405.915

Özkaynaklar	2017	2018	2019	30.09.2020
Ödenmiş Sermaye	25.000.000	25.000.000	25.000.000	67.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler veya giderler	-	19.040	53.951	49.463.280
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	722.850	1.429.860	227.822	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	1.439.367	13.482.151	33.014.391
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	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.09.2019	30.09.2020
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/Zararı	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
TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Değ. Düş. Kazançları (Zararları)	-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	-27.085.696	-36.713.244	-23.967.764	-32.041.310
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar/Zararı	8.962.114	14.514.064	17.489.622	-3.515.688	39.809.175
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri/(Gideri)	-625.985	-120.097	-4.007.471	1.791.627	-6.794.781
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-592.032	-729.741	-	-	-818.210
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-33.953	609.644	-4.007.471	-1.791.627	-5.976.571
Dönem Karı/Zararı	8.326.129	14.393.667	13.482.151	-5.307.315	33.014.394

Değerleme

Benzer Şirketler

a) Yurt İçi

Yurt içi Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (TL)	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	511.715.169	23,2%	48,0	8,2	20,9
RTALB	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	4,2

Yurt İçi FD/FAVÖK Çarpan Analizi	
Yurt İçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı	10,8x
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

b) Yurt Dışı

Yurt Dışı Benzer Şirketler	Menşei	Piyasa Değeri (USDmn)	F/K	FD/FAVÖK	PD/DD
ALKALOID AD SKOPJE	MAKEDONYA	386	18,3	9,3	1,7
ASTRA INDUSTRIAL GROUP	SUUDİ ARABİSTAN	544	21,0	8,8	1,0
DONGKOO BIO & PHARMA CO LTD	GÜNEY KORE	205	10,8	15,5	1,8
NICHI-IKO PHARMACEUTICAL CO	JAPONYA	666	30,3	11,0	0,8
CREXO AB	İSVEÇ	201	a.d	13,9	3,1
PANACEA BIOTEC LTD	HİNDİSTAN	173	a.d	13,7	3,4
SOPHARMA AD SOPHIA	BULGARİSTAN	290	4,9	7,9	0,8
ZENITIVA SA	ÇEK CUMHURİYETİ	503	50,5	26,1	3,2
	Medyan	290,3	18,3	11,0	1,7

Yurt Dışı FD/FAVÖK Çarpan Analizi	
Yurt Dışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı	11,0x
2020T FAVÖK	83.421.621.
30.09.2020 Net Borç	113.682.104
Son 12 Ay (2020 3Ç) FAVÖK (TL)	802.319.697
Pay Başına Değer	11,97

Çarpan Analizi Sonucu

Değerleme kapsamında, yurtiçi çarpan analizinde Borsa İstanbul'da işlem gören sağlık sektöründeki şirketler incelenmiştir. Söz konusu şirketler arasında Lokman Hekim Engürüsağ Sağlık, Turizm, Eğitim Hizmetleri ve İnşaat Taahhüt A.Ş. ("LKMNH"), Selçuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi A.Ş. ("SELEC"), MLP Sağlık Hizmetleri A.Ş. ("MPARK") şirketlerinin Türk ilaç ile aralarında ciddi farklılıklar göstermesi sebebiyle çarpan analizine dahil edilmemiştir. Eis Eczacıbaşı İlaç, Sınai ve Finansal Yatırımlar Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("ECILC") ve RTA Laboratuvarları Biyolojik Ürünler İlaç ve Makine Sanayi Ticaret A.Ş.'nin ("RTALB") FD/FAVÖK çarpanlarının 25'ten büyük olması nedeniyle analize dahil edilmemiştir.

Yurt dışı çarpanı analizinde ise çoğu şirket için tahmin eksikliği sebebiyle yıllıklandırılmış çarpanlar medyanına yer verilmiş ve hedef değere şirketin 2020 yıl sonu tahmini değerleri üzerinden ulaşılmıştır. FD/FAVÖK çarpanı kullanarak ulaşılan hedef piyasa değerleri 802 milyon TL ve hedef fiyat 11,97 TL olarak bulunmaktadır. Zentiva Sa şirketinin FD/FAVÖK çarpanı 25'ten büyük olması sebebiyle analize dahil edilmemiştir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

AOSM	
Risksiz Getiri Oranı	14,00%
Beta	0,74
Hisse Risk Primi	5,00%
Şirket Risk Primi	6,00%
Vergi Oranı	20,00%
Borç oranı	43,90%
Özkaynak Oranı	56,10%
Sermaye Maliyeti	18,10%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	20,00%
AOSM	17,20%

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

Oyak Yatırım'ın düzenlediği İNA metodunda 5 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Şirket yönetiminin sektörel beklentileri, makroekonomik tahminleri ve geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2020-2025 yılları için projekte edilmiştir. Firma serbest nakit akımlarında, terminal değer büyüme oranı 2025 sonrasındaki dönem için %5,0 olarak kullanılmıştır.

Firmaya serbest nakit akımları ve terminal değer yıllara göre sabit %17,2 AOSM ile indirgenmiş ve net finansal borç düşürülerek özsermaye değeri 870.602.915 TL olarak hesaplanmıştır.

Türk İlaç İNA Değerleme (TL)	2018	2019	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Satışlar	97.297.344	152.120.489	205.577.914	274.952.537	349.339.845	433.719.781	519.824.872	598.834.046
Yıllık değişim	84,2%	56,3%	35,1%	33,7%	27,0%	24,2%	19,9%	15,2%
FAVÖK	44.404.341	50.194.785	83.421.621	107.612.533	142.678.940	182.694.581	215.904.858	251.505.011
FAVÖK marjı	45,6%	33,0%	40,6%	39,1%	40,9%	42,1%	41,5%	42,0%
Faaliyet Karı	40.495.906	45.170.540	73.499.518	96.614.431	128.714.346	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 öncesi faaliyet karı	335.109	10.350.117	12.345.137	19.322.836	35.742.829	33.069.159	40.142.203	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	60.954.343	77.291.545	102.971.337	132.276.635	160.568.798	184.469.456
Yatırım	16.352.379	-25.399.166	-23.795.572	-19.246.478	-20.947.191	21.655.589	-20.792.585	20.593.192
Amortisman	3.935.235	3.905.235	9.922.303	10.998.101	13.964.794	17.348.791	18.193.578	20.939.192
İşletme sermayesi değişimi	1.281.912	-26.542.943	-14.178.380	-14.348.248	-18.904.261	-21.101.804	-20.238.915	-17.218.585
INA	29.188.564	-13.216.452	35.902.492	54.794.720	77.884.659	106.837.532	137.730.758	167.251.070
İskonto oranı			0,0%	87,0%	74,0%	63,0%	54,0%	46,0%
İndirgenmiş Değer			0	42.485.995	57.119.351	57.572.960	74.335.538	77.069.950

INA bugünkü değer	318.603.632
Uç bugünkü değer	665.581.387
Hedef firma değeri	984.285.039
Net Borç	113.682.104
Hedef özsermaye değeri	870.602.915
Hedef Piyasa Değeri	12,99

a) Halka Arz Öncesi İskonto Hesabı

Halka arz satış fiyatı olarak belirlenen 10,00 TL hesaplanan pay başına fiyata göre %20,3 iskontoludur.

Ağırlıklandırılmış Hedef Değer Sonucu ve iskonto Oranları			
Türk İlaç Değerleme Sonucu (TL)	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
İNA	870.602.915	50%	435.301.457
Yurtiçi çarpanlar analizi	817.768.992	25%	204.442.248
Yurtdışı çarpanlar analizi	802.319.697	25%	200.579.924
Toplam		100%	840.323.629
Pay başına değer			12,54

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

b) Değerleme

Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş.'nin değerlemesinde çarpan analizinde yurt içi FD/FAVÖK %25 ve yurt dışı FD/FAVÖK değerleri %25 oranda ağırlıklandırılmış olup, %50 oranda indirgenmiş nakit akımı hisse başı hedef değeri 12,54 TL'dir.

Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Fiyat Tespit Raporu'nda şirket ve sektör hakkındaki bilgilerin yeterli ve kapsamlı olduğu düşünülmektedir.
- Fiyat Tespit Raporu'ndaki bilgiler yeterince açıklayıcı verilerle desteklenmiştir. Değerleme yöntemi olarak kullanılan %50 İndirgenmiş Nakit Analizi, %25 yurt içi FD/FAVÖK ortalaması ve %25 yurt dışı FD/FAVÖK ortalaması çarpan analizi yöntemleri sonucunda hesaplanan fiyat değerleri değerlendirme açısından makul bulunmuştur. Yurtiçi Yurt dışı çarpan rasyosu ortalaması hesaplanırken, uç değerlerin hesaplamada bulundurulmaması olumlu karşılanmıştır.
- Çarpan Analizi ile değerlendirme yapılırken sadece FD/FAVÖK rasyosuyla hisse değeri hesaplanmış, diğer çarpan rasyoları hesaplamaya dahil edilmemiştir. Diğer çarpan rasyolarından hesaplanan pay başı değerlerin de değerlemeye dahil edilmesinin kurumumuzca daha uygun olacağı düşünülmektedir.
- Şirket varsayımlarına dayalı olarak yapılan indirgenmiş nakit akımı analizi değerlendirme yöntemi uygun ve makul karşılanmıştır.
- Fiyat tespit raporundaki %20 halka arz iskontosu sonucunda ulaşılan 10,00 TL hisse başı fiyatı makul bulunmuştur.