

Bu değerlendirme raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesinin 2 fıkrası kapsamında Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Bu raporda yer alan Şirket verileri Fiyat Tespit Raporu'ndan sağlanmış olup, yatırımcılar halka arza ilişkin yatırım kararlarını KAP'ta yayınlanan İzahname'yi inceleyerek vermelidirler.

24.02.2021

Raporun sonunda çekince kısmı bulunmaktadır.

1) Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Temel Bilgiler	
İhraççı	Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş.
Borsa Kodu	TRILC
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış
Talep Toplama Tarihleri	25-26 Şubat 2021 / Borsada Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Miktarı	25.450.000 TL Nominal Değerli Paylar (10.050.000 TL Sermaye Artırımı + 13.400.000 TL Ortak Satış + 2.000.000 TL Ek Pay Satışı)
Pay Başına Hisse Fiyatı	10,00 TL
Halka Açıklık Oranı	30,04% (ek satış dahil 33%)
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	67.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	77.050.000 TL

Kaynak: KAP, OYAK Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Ortaklık Yapısı							
Ortağın Adı Soyadı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
		Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı (%)	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı (%)	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı (%)
Mehmet Berat Battal	A	20.100.000	30,00%	20.100.000	26,09%	20.100.000	26,09%
	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	-	0,00%	23.450.000	30,43%	25.450.000	33,03%
TOPLAM	A+B	67.000.000	100,00%	77.050.000	100,00%	77.050.000	100,00%

Kaynak: KAP, OYAK Yatırım Fiyat Tespit Raporu

2) Şirket Hakkında Özet Bilgiler

Türk İlaç, 2012 yılında 50.000 TL sermaye ile Ankara'da kurulmuş olup, 2013 yılı itibarıyla aşı, serum, katı ve likit form tıbbi beşeri ilaç üretimi konusunda yatırımlarına başlamıştır. Şirket, difteri ve tetanos aşısını yerli olarak üretmektedir. Difteri Tetanos pediatrik, BCG, OPV aşılarını ise bitmiş olarak ithal etmekte, hepatit B aşılarının dolum ve paketlemesini de üretim tesislerinde gerçekleştirmektedir.

Türk İlaç, 2015 yılında T.C. Sağlık Bakanlığı ile 56 milyon doz difteri tetanos yetişkin tip aşı üretimi için yedi yıla yaygın uzun dönem alım garantili ihale sözleşmesi imzalamıştır. Böylece, Şirket yetişkin tip difteri tetanos aşısı üretim ve yatırım çalışmalarına başlamıştır.

Sağlık Bakanlığı ile imzalanan söz konusu anlaşma ile Bakanlık programı içerisinde yer alan Hepatit B ihalelerine de iştirak etmeye başlamış ve tedarikçi konumuna gelmiştir. Ayrıca, Şirket yine 2015 yılında onaylı aşı üreticisi olan BB-NCIPD LTD'nin tam yetkilisi konumuna gelmiş ve 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 mesane kanseri tedavisinde kullanılan endike ampul ürünü için ruhsat almıştır. Aynı zamanda, Hong menşei botoks üreticisi Hugh Source International Ltd. ile de ürünün Türkiye'de tek yetkili temsilcisi olarak anlaşma imzalamıştır. Aynı yıl, Şirket'in 3500 lt/saat kapasite olan serum üretim kapasitesi 10.000 lt/saat'e yükseltilmiştir.

2017 yılında, şirketin üretimini yapmakta olduğu serum ürünleri için devam eden ruhsatlandırma süreçlerini sona erdirirken Ar-Ge çalışmaları tamamlanan 9 adet ampul ürünü için ruhsat müracaatlarını da tamamlamıştır. Aynı zamanda, aşı üretimi ile ilgili olarak teknoloji transferinin birinci basamağı olan formülasyon ve dolum için tesis ve donanım yatırımını da tamamlamış bulunmaktadır.

2017-2019 yılları arasında ise, Şirket hem tesis çalışmalarını hızlandırmış, hem de AR-Ge laboratuvarlarında aşı hücre bankası çalışmalarını başlatmıştır. 2018 yılında da, diyaliz hastalarının tedavisinde kullanılan ve tıbbi cihaz kapsamında yer alan diyaliz solüsyonu üretim tesis yatırımını yapmış ve Hemodiyaliz ürünlerinin ruhsatlandırma sürecini tamamlamıştır.

2019 yılında, tıbbi cihaz kapsamında yer alan yoğun bakım ünitelerinde kullanılmakta olan ve Türkiye'de yerli imalatı bulunmayan diyaliz solüsyonu için üretim tesis yatırımını tamamlamış bulunmaktadır. Devam eden aşı üretimleri ve seri serbest bırakma kontrollerinin yapılabilmesi için de gerekli olan hayvan laboratuvarı kurulumunu tamamlamıştır. Aynı yıl içinde, hücre kültür üretimi tamamlanmış, antijenden başlayan aşı üretimine ilişkin tesis kurulumu ve donanım hazır hale getirilmiştir. Hücre kültürü üretimi ile biyolojik ürünler üretimini de kapsayan yeni GMP belgesi alınmıştır.

Şirket, aşı üretimini de kapsayan GMP belgesini alarak Erişkin Tip Difteri Tetanoz Aşısı Alımı Projesi'nin tüm aşamalarını başarı ile hayata geçirmiş olup T.C. Sağlık Bakanlığı yerli aşı imalat ruhsatı 04.07.2020 tarihinde alınmıştır ve okul aşıları arasında yer alan difteri tetanoz aşısı üretimine başlanmıştır. Ar-Ge çalışmaları tamamlanan 6 adet ampul ürünü için de ruhsat müracaatları tamamlanmıştır. Corona virüsü ile ilgili çalışmalar da yürüten Şirket, dünyadaki Ar-Ge merkezleri ve üreticilerle de COVID aşısının ülkemizde üretilmesi amacıyla görüşmelere başlamıştır.

3) Değerleme Hakkında Özet Bilgiler

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından OYAK Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin hazırladığı 9 Şubat 2021 tarihli Fiyat Tespit Raporu incelenmiştir. Oyak Yatırım, Türk İlaç'ın paylarının değerinin tespit edilmesi amacıyla; İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA)

Yöntemini ve Piyasa Çarpanları Analizi'ni kullanmıştır. Rapor'da yer alan çalışmaların sonuçları aşağıdaki gibidir:

3.1. İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi (İNA)

Türk İlaç'ın İNA yöntemine göre değeri tespit edilirken, 5 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Şirket yönetiminin beklentileri ile geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2020-2025 yılları için projekte edilmiştir.

İNA analizinde aşağıdaki varsayımlar kullanılmıştır:

- Satış tahminleri yapılırken, Şirket'in en önemli üç satış gelir grubu olan aşı, serum ve diyaliz için hacim ve fiyat tahminleri yapılmış olup bu gruplar için ciro beklentilerine ulaşılmıştır. Şirket' in 2017-2019 dönemi net satış YBBO'su TL bazında %70 seviyesindeyken, 2021-2025 yılları arası için bu oran % 24 seviyesinde alınmıştır.
- Faaliyet giderlerinin projeksiyonu geçmiş yıllara ait gerçekleştirmeler ve ileriye dönük beklentilere paralel olacak şekilde hesaplamalara dahil edilmiştir. Faaliyet giderlerinde tahmin periyodu için her yıl % 15 oranında artış öngörüldürken satışlardaki büyümeye paralel olarak faaliyet giderlerinin satışlara oranında 2020 yılındaki %13,7 seviyesinden 2025 yılında %9,9 seviyesine bir iyileşme yaşanacağı öngörülmektedir.
- Şirketin 2020 brüt kar marjı % 49,5, FAVÖK marjı ise % 40,6 olarak tahmin edilmiştir. Sonraki yıllarda FAVÖK marjının 2025 yılına kadar % 42' ye iyileşmesi beklenmektedir.
- Şirket'in öngörülleri kapsamında ve kapasitenin yeterli olmasından dolayı projeksiyon dönemi boyunca yeni yatırım harcaması yapılmayacağı öngörülmüştür.
- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplamasında risksiz getiri oranı Türkiye'deki 10 yıllık TL tahvil oranındaki değişimler göz önünde bulundurulmuş olup %14 olarak alınmıştır. Piyasa risk primi ise %5,5 olarak varsayılmıştır. Şirket'in finansal borç/özkaynak oranı üzerinden borç oranı %43,9 olarak hesaplanmıştır. Bu varsayımlar kapsamında AOSM %17,2 olarak hesaplanmıştır.

3.2. Çarpan Analizi

Türk İlaç için yapılan değerlemede baz alınan rasyolarda,

- i) Yurt İçi benzer şirketlerin çarpanları
- ii) Yurt Dışı benzer şirketlerin çarpanları

kullanılmıştır.

Şirket F/K ve PD/DD oranlarına da bakılmış olup Şirket'in nakit yaratma kapasitesini en iyi temsil ettiği düşünülen FD/FAVÖK oranının kullanılması uygun görülmüştür.

- i) Yurt içi benzer şirketlerin seçiminde, Borsa İstanbul'da işlem gören sağlık sektöründeki şirketler incelenmiştir. LKMNH, SELEC, MPARK şirketlerinin Türk İlaç ile aralarında ciddi farklılıklar göstermesi sebebiyle çarpan analizine dahil edilmemiştir. ECİLC ve RTALB'nin FD/FAVÖK çarpanlarının 25' ten büyük olması nedeniyle analize dahil edilmemiştir.

Yurt İçi FD/FAVÖK Çarpan Analizi	Sonuç
Yurt İçi Benzer Şirketler Medyan FD/FAVÖK Çarpanı	11,2
2020T FAVÖK (TL)	83.421.621
30.09.2020 Net Borç (TL)	113.682.104
FD/FAVÖK Çarpanı ile Hedef Piyasa Değeri (TL)	817.768.992
Pay Başına Değer (TL)	12,21

Kaynak: OYAK Yatırım Fiyat Tespit Raporu

FD/FAVÖK çarpanı kullanılarak ulaşılan hedef piyasa değeri 817.8 milyon TL, hisse başına hedef fiyat ise 12,21 TL olarak hesaplanmıştır.

- ii) Yurt dışı benzer şirketler Bloomberg verilerine göre hazırlanmış olup çoğu şirket için tahmin eksikliği sebebiyle yıllıklandırılmış çarpanlar medyanına yer verilmiştir. ZENTIVA SA şirketinin FD/FAVÖK çarpanı 25'ten büyük olduğu için analize dahil edilmemiştir.

Yurt Dışı FD/FAVÖK Çarpan Analizi	Sonuç
Yurt Dışı Benzer Şirketler Medyan FD/FAVÖK Çarpanı	11,0
2020T FAVÖK (TL)	83.421.621
30.09.2020 Net Borç (TL)	113.682.104
FD/FAVÖK Çarpanı ile Hedef Piyasa Değeri (TL)	802.319.697
Pay Başına Değer (TL)	11,97

Kaynak: OYAK Yatırım Fiyat Tespit Raporu

FD/FAVÖK çarpanı kullanılarak ulaşılan hedef piyasa değeri 802 milyon TL, hisse başına hedef fiyat ise 11,97 TL olarak hesaplanmıştır.

3.4. Değerleme Sonucu

Türk İlaç için halka arz öncesi hedef değeri, indirgenmiş nakit akımına %50, yurt içi ve yurt dışı çarpan analizlerine ise %25'er pay verilerek 840 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

%20,3 oranındaki halka arz iskontosu uygulanması sonrasında Türk İlaç'ın halka arz fiyatı 10,00 TL olarak tespit edilmiştir.

4) GÖRÜŞ

Fiyat tespit raporuna ilişkin değerlendirmemiz,

- Değerlemede, piyasa çarpanları yönteminin ve indirgenmiş nakit akımının birlikte kullanılmasının ve eşit ağırlıklandırılmış olmasının uygun olduğunu düşünüyoruz.
- Betayı varsayımsal olarak birçok halka arz değerlemesinde olduğu gibi 1 almak yerine hesaplanarak daha makul bir değer kullanılmış olmasını ve %17,2 olarak hesaplanan AOSM iskontosunu makul bulmaktayız.
- Çarpan analizinde yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler çarpanları kullanılarak yapılmış olan değerlemeyi makul bulmaktayız.
- Analizde, FD/FAVÖK çarpanları 25' ten büyük olan şirketleri hesaplamanın dışında tutulmasını makul bulmaktayız.
- Yurtiçinde benzer şirketler seçilirken LKMNH, SELEC ve MPARK'ın Türk ilaç ile aralarında farklılıklar göstermesi nedeniyle çarpan analizine dahil edilmemesini makul bulmaktayız.
- Çarpan analizinde sadece FD/FAVÖK değerinin dikkate alınmış olması nedeniyle, çarpan analizinin F/K ve PD/DD çarpanlarının da dikkate alınarak genişletilmesinin yararlı olacağı düşünülmektedir.
- %20,3 olan halka arz iskontosunu makul bulmaktayız.

5. SONUÇ

Sonuç olarak, Türk İlaç için indirgenmiş nakit akımı ve çarpan analizi yönteminin kullanılarak %20,3 oranında uygulanan halka arz iskontosuyla 10,00 TL olarak hesaplanan şirketin pay başı fiyatının yukarıda belirtilen çekinceler dışında makul olduğu görüşündeyiz.

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Eski Büyükdere Cad. İz Plaza Giz Kat 11 Maslak, İstanbul Tel: +90 212 365 1000

www.terayatirim.com

strateji@terayatirim.com

ÇEKİNCE:

Burada yer alan bilgiler halka açık kaynaklardan veya Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir addedilen diğer kaynaklardan derlenmiştir. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin söz konusu bilgi ve görüşlerde meydana gelebilecek değişikliklerden yatırımcıları haberdar etme yükümlülüğü bulunmamaktadır. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bu bilgilerin veya bu bilgilere dayalı olarak yapılan tahmin, çıkarım veya görüşlerin doğruluğu, tamlığı veya uygunluğuna ilişkin açık veya zımni hiçbir beyan veya taahhütte bulunmamaktadır. Burada yer alan hiçbir bilgi Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına her hangi bir kimseye, her hangi bir menkul kıymetin alınması veya satılması yönünde her hangi bir icap veya davet teşkil etmez. Bu rapor onu hazırlayan analistlerin raporda bahsedilen menkul kıymetlere ve şirketlere ilişkin kişisel görüşlerini içermektedir. Yatırımcılar burada bahsedilen şirketlerin menkul kıymetlerine ilişkin her hangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçları ve mali durumlarını göz önünde bulundurarak, o şirket tarafından onaylanmış izahnameyi, sirküleri, kendi araştırmalarını ve bağımsız danışmanlarından aldıkları tavsiyeleri temel alarak yapmalıdır. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş., her hangi bir tarafın uğrayacağı doğrudan/dolaylı, maddi/manevi zararlar da dahil olmak üzere ancak bunlarla sınırlı kalmaksızın, hiçbir sorumluluk veya yükümlülük kabul etmez .

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55, Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayımlanan Uyarı Notu :

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 bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.