

Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analiz Raporu

İşbu analiz raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29/ 2. Maddesi kapsamında QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finansinvest") tarafından hazırlanmıştır.

Rapor, OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Oyak Yatırım") tarafından Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş. ("Türk İlaç ve/veya "Şirket") için hazırlanan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu ("Fiyat Tespit Raporu") analiz etmek amacıyla hazırlanmıştır.

Bu rapor yalnızca Şirket hakkında hazırlanan Fiyat Tespit Raporuna ilişkin QNB Finansinvest'in analizi olup yatırımcıların halka arza katılmasına ve/veya katılmamasına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin olarak KAP'da yayınlanan izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

1. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler	
Talep Toplama Tarihleri	25-26 Şubat 2021
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış-Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Satış Yöntemi
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	67.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	%30,43 (Ek satış dahil: %33,03)
Halka Arz Satış Fiyatı	10,00 TL
Halka Arz Metodu	Ortak Satışı / Sermaye Artırımı
Halka Arz Edilecek Paylar	25.450.000 TL nominal değerli pay (Ek satış dahil) 10.050.000 TL (Sermaye Artırımı) 13.400.000 TL Ortak Satışı) 2.000.000 TL (Ek Satış / Ortak Satışı)
Halka Arz Büyüklüğü	234.500.000 TL 254.500.000 TL (Ek Satış Dahil)

Ortağın Adı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
Mehmet Berat Battal	A	20.100.000	30,00%	20.100.000	26,09%
	B	42.210.000	63,00%	26.810.000	34,80%
Özlem Akkaya	B	3.015.000	4,50%	3.015.000	3,91%
İsmail Erdoğan	B	1.675.000	2,50%	1.675.000	2,7%
Halka Açıklık Oranı (Ek satış dahil)	B	0	0,00%	25.450.000	33,03%
Toplam	A+B	67.000.000	100,00%	77.050.000	100,00%

2. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Şirket, 2012 yılında aşı, serum, katı ve likit form tıbbi beşeri ilaç üretimi faaliyetlerinde bulunmak üzere 50.000 TL sermaye ile Ankara'da kurulmuştur. Aşı üretimi konusunda ilk ve tek özel teşebbüs olarak kurulan aşı üretim tesisi Türk İlaç tarafından kurulmuştur.

04.12.2012 tarihinde Ankara Ticaret Sicil Müdürlüğü'ne tescil edilen Şirketin merkez adresi Akyurt/Ankara'dır.

Ana Faaliyet Alanları

Şirketin ana faaliyet konusunu eczacılığa ilişkin tıbbi ilaçlar, bakteriyel ve viral aşılar, ağrı kesiciler, antiserum ve beslenme serumlarının üretimini oluşturmaktır.

Ülkemizde daha önce ithal edilen, ancak son dönemde yüksek hacimli sıvı olması sebebiyle iç pazarda bulunması zorlanan yoğun bakım tedavisinde kullanılan hemofiltrasyon solüsyon üretimi Şirket tarafından yapılmaktadır.

Şirketin ana ürün grupları aşağıdaki gibidir:

- Steril Ürünler

Aseptik hazırlanan ürünler: Aşı dahil, tüm ampul dolumu yapılan ürünler, difteri tetanoz aşısı, D3 Vitamin ampul ve Paripolin ampul ürünleridir.

Son kabında sterilize edilen ürünler: Tüm serum torba ürünleridir.

- Steril Olmayan Ürünler

Sert kapsüller: Türk İlaç tesislerinde fason olarak üretilen ürocit K ürünleridir.

Dahili likitler: Oral veya rektal uygulama lavmanlarıdır.

Tabletler: Türk İlaç tesislerinde fason olarak üretilen Elmiron tablet ürünleridir.

- Biyolojik Ürünler

Aşı antijenleri

- Ambalajlama

Primer ambalaj: Beslenme serumlarında solüsyon torbası olarak kullanılan primer ambalajlar Türk İlaç tesislerinde üretilmektedir.

-Sert kapsüller: Ürünlerin temas ettiği antibiyotiklerin içerisinde bulunduğu kapsüllerdir.

-Dahili likitler ve şişeler

-Tabletler

- Sekonder Ambalajlama

Üretimi yapılmakta olan serumlar sterilizasyona girmeden önce ikincil bir poşete alınıp sterilizasyon yapılmakta ve bu poşete ikincil ambalaj adı verilmektedir. Diğer ürünlerin ikincil ambalajı kutudur. İkincil ambalajlar piyasadan satın alınma yöntemiyle tedarik edilmektedir.

- İlaç Etkin Maddesi

Difteri ve tetanoz antijenleri üretilmektedir.

- Genel Son Üretim Aşamaları

Ürünlerin fermantasyon ile çoğaltılması faaliyeti, izolasyon faaliyeti, saflaştırma ve primer ambalajlama yapılması faaliyetlerini içermektedir.

- Kalite Kontrol Testleri

Üretimi yapılan tüm ürünlerin mevzuatlara göre yapılması gereken tüm testlerinin yapılmasını içermektedir.

Üretim ve Satışlar

Şirketin ana satış grubunu aşı ve serumlar oluşturmaktadır. Aşı satışlarının büyük bir kısmı döviz cinsinden yapılmakta ve son dönemlerde döviz kurundaki artışlar şirketin 2020 yılındaki satış gelirlerinin 2019 yılının tamamında elde edilen satış gelirlerine yakın bir düzeye gelmesini sağlamıştır. Şirketin diğer bir önemli gelir kalemi olan serum satışlarında da adetsel olarak ciddi bir satış ivmesi yakalanmıştır.

Aşı üretimini hacimsel olarak yıldan yıla azaltan Şirket 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 olarak gerçekleşirken, 2018 yılında serum satışlarının artmasıyla 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 düşmüştür. 2019 yılının ilk 8 ayında aşı ve serum satışlarından elde edilen gelirler birbirine yakın oranda gerçekleşmiştir. 2020 yılında ise diyaliz solüsyonları toplam gelirin %7'lik kısmını oluşturmuştur.

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.

Covid-19 Etkisi

Covid ile birlikte önem kazanan aşılama ve yerli aşı üretimi şirketin bulunduğu konumu güçlendirmiştir. Muhtelif aşuların ülkemizde üretilmesi konusunda amaçları Şirket tarafından belirtilmiştir. Salgınla birlikte tedavi edici, önleyici ilaç, hasta bakımı ve yoğun bakım ürünlerinde de talep artışı gözlenmiştir.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

Şirket, halka arzdan elde edeceği geliri 4 ana alanda değerlendirmeyi düşünmektedir. Halka arz gelirinin

- **%30'u** hammadde temininde,
- **%15'i** mevcut yatırım kapasitesinin artırımında ve bazı üretim hatlarının kapasite artışlarıyla ilgili ilave yatırımların yapılmasında,
- **%35'i** finansal borç ve kısa vadeli borç ödemelerinin yapılmasında,
- **%20'si** ise işletme sermayesinde kullanılacaktır.

Yukarıda belirtilen kullanım alanlarından nakit kalması durumunda ise pazar ve ürün araştırması faaliyetleri için ek fon olarak kullanılacaktır.

3. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na konu değerlendirme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akışı (İNA), Yurtiçi Benzer Şirketler Çarpanları ve Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpanları yöntemleri kullanılmıştır. İNA çalışmasında şirketin 2021 – 2025 yılları arasındaki serbest nakit akışı projeksiyonuna yer verilmiştir. Yapılmış olan çarpan analizlerinde yurtiçi ve yurtdışında faaliyet gösteren benzer şirketlerin Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanları kullanılmıştır. İndirgenmiş nakit akışı analizi için %50, Yurtiçi Benzer Şirketler için %25 ve Yurtdışı Benzer Şirketler için %25 ağırlık verilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizine ilişkin;

- İndirgenmiş nakit akımı analizinde şirketin 2021 – 2025 yılları serbest nakit akımı projeksiyonunu içeren tablosu paylaşılmıştır.
- Yapılan projeksiyonda 2020 – 2025 yıllarında ürün fiyatlarının aşıda %10 diğer ürünlerde %9 artması öngörülmektedir
- Satış hacminin, aşıda yıllık ortalama %16 serum ve diyaliz ürünlerinde %11 artması beklenmektedir.
- Aşı tarafında 2021'de 800k doz aşı ihracatı gerçekleştirilip 2025 yılında bunun 5,5mn doza ulaşması beklenmektedir.
- Böylece şirketin net satışlarının projeksiyon dönemi boyunca yıllık ortalama %24 oranında artacağı hesaplanmaktadır.

- FAVÖK marjının artan satış hacimleri ve kapasite kullanım oranlarıyla birlikte iyileşme sergileyerek %39 seviyesinden %42'lere yükselmesi beklenmektedir.

(mn,TL)	2020T	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	CAGR
Net Satışlar	206	275	349	434	520	599	24%
FAVÖK	83	108	143	183	219	252	25%
FAVÖK Marjı	40,58%	39,14%	40,87%	42,12%	42,11%	42,01%	
Net Kar	42	56	86	126	164	202	37%
Net Kar Marjı	20,32%	20,23%	24,49%	28,94%	31,57%	33,80%	

Kaynak: Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş

- Projeksiyon dönemi boyunca şirketin ciddi bir yatırım ihtiyacı olmayacağı belirtilerek yatırım harcamaları / satışlar oranının %7 - %3,5 aralığında olması beklenmektedir.

(mn,TL)	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Yatırım Harcamaları	21	19	21	22	21	21
YH/Satışlar	10,12%	7,00%	6,00%	5,00%	4,00%	3,50%

Kaynak: Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş

- İşletme sermayesi tahmininde ticari borç ödeme ve alacak günlerinde bir miktar iyileşme tahmin edilmiş olup çalışma sermayesi / satışlar oranının %28 seviyelerinden %25'e gerilemesi beklenmektedir.

(mn,TL)	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
İşletme Sermayesi	57	72	91	112	132	149
İS/Satışlar	27,96%	26,09%	25,96%	25,76%	25,39%	24,92%

Kaynak: Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş

- Risksiz getiri oranı için %14,00, hisse senedi risk primi için %5,5, beta kat sayısı olarak 0,74x, kurumlar vergisi için %20 alınarak %17,2 AOSM elde edilmiştir. Uç büyüme değeri olarak ise %5 kullanılmıştır.

AOSM	
RF	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%

Kaynak: Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş

- Yapılan INA çalışması neticesinde TL870 mn özsermaye değeri bulunmuştur.

Çarpan Analizine ilişkin;

- Şirketin nakit yaratma kapasitesini en iyi anlattığı düşünülerek değerlendirme çalışmasında FD/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır.
- Yurtiçi çarpan analizinde sağlık sektöründeki şirketler incelenmiş, incelenen şirketlerden SELEC, LKMNH ve MPARK iş modeli olarak farklılık göstermesi, ECILC ve RTALB ise FD/FAVÖK çarpanlarının 25x'den büyük olması sebebiyle analize dahil edilmemiştir. Böylelikle, hedef FD/FAVÖK çarpanı için 11.2x kullanılmıştır.
- Analizde Türk İlaç için 2020 yılsonu FAVÖK ve 30.09.2020 tarihli net borç tutarı kullanılmıştır.

Yurtiçi Benzer Şirketler (mn, TL)	Hedef Değer
FAVÖK	83,4
Net Borç	113,7
FD/FAVÖK Çarpanıyla hedef piyasa değeri	817,8
Pay başına değer	12,21

Kaynak: Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş

- Böylece TL817,8mn piyasa değeri ve hisse başına TL12,21 değer bulunmuştur.
- Yurtdışı çarpan analizinde dünya genelinde benzer olarak kabul edilen şirketlerin 2020 yılsonu tahmini değerleri kullanılmıştır.
- Zentiva Sa'nın ilgili çarpan değerinin 25x'ten büyük olması nedeniyle uç değer olarak kabul edilmiş ve değerlendirilmeye dahil edilmemiştir. Böylelikle 11,0x FD/FAVÖK çarpanı değerlendirilmiştir.

Yurtdışı Benzer Şirketler (mn, TL)	Hedef Değer
FAVÖK	83,4
Net Borç	113,7
FD/FAVÖK Çarpanıyla hedef piyasa değeri	802,3
Pay başına değer	11,97

Kaynak: Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş

Değerleme Sonuçları

- TL12,54 olarak hesaplanan hisse birim fiyatına %20,3 halka arz iskontosu uygulanarak nihai fiyat TL10,00 olarak belirlenmiştir.

Değerleme Sonucu (mn, TL)	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
İNA (mn)	870,6	50%	435,3
Yurtiçi Çarpanlar Analizi	817,8	25%	204,4
Yurtdışı Çarpanlar Analizi	802,3	25%	200,6
Toplam			840,3
Nominal Sermaye			67,0
İskontosuz Halka Arz Fiyatı			12,54
İskonto oranı			20,30%
Halka Arz Fiyatı			10,00

Kaynak: Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş

4. Değerleme Hakkında Nihai Görüşümüz

Fiyat Tespit Raporu'nda verilen şirket ve finansal bilgilerinin yeterli olduğu düşünülmektedir. Halka arz fiyatı, değerlendirme sonucuna göre %20,3 oranında iskontoludur. Bu rakam halka arz iskontosu olarak makul kabul edilebilir. Belirlenen değerlendirme yöntemleri ve ilgili varsayımlar dikkate alındığında halka arz fiyatının da makul olduğu düşünülmektedir. Değerlemeyle ilgili ek görüşlerimiz aşağıdaki gibi özetlenmiştir:

- İNA analizinde paylaşılan bilgilerin yeterince detaylı ve anlaşılabilir olduğunu düşünüyoruz.
- Yurtiçi benzer şirketler analizinde şirketin karlılık ve büyüme potansiyeline uygun şirketlerin değerlemeye dahil edilmesi değerlemeyi daha sağlıklı kılacaktır.
- Projeksiyon dönemi boyunca artış göstermesi beklenen kapasite kullanım oranıyla ilişkili olarak farklı senaryolara göre duyarlılık analizi yapılması değerlemeyi daha kapsamlı kılacaktır.

UYARI NOTU

Bu rapor, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finansinvest"), bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir.

Raporda yapılan yorumlar sadece QNB Finansinvest'in görüşünü yansıtmakta olup, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir ve 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. QNB Finansinvest ve QNB Finansinvest çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Ayrıca, QNB Finansinvest'in yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. Bunlara ilaveten, QNB Finansinvest raporların internet üzerinden veya e-posta yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.