

TÜRK İLAÇ VE SERUM SANAYİ A.Ş.

“FİYAT TESPİT RAPORU” ANALİZİ

24 Şubat 2021



## İÇİNDEKİLER

1- HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER .....	1
2- ŞİRKET HAKKINDA ÖZET BİLGİ .....	2
3- FİNANSAL BİLGİLER .....	4
4- DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİ .....	6
5- NİHAİ GÖRÜŞ .....	9

İşbu rapor, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ('HALK YATIRIM') tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payların ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esasların 7. maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. Rapor, Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş.'nin halka arzının, Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nu 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 Halk Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

### 1- Halka Arza İlişkin Bilgiler

**Tablo 1 - Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler**

<b>İhraççı:</b>	Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş.
<b>İhraççı Hakkında:</b>	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. Türk İlaç'ın ana faaliyet konusu eczacılığa ilişkin tıbbi ilaçlar, bakteriyel ve viral aşılarda, ağrı kesiciler, antiserum ve beslenme serumlarının üretimini yapmaktır.
<b>Halka Arz Yöntemi:</b>	Sabit fiyat ile talep toplama yöntemi
<b>Halka Arz Edilecek Paylar:</b>	23.450.000 TL
<b>Halka Açıklık Oranı:</b>	%30,4 (Ek satış dahil %33)
<b>Talep Toplama Yöntemi:</b>	Sabit fiyat ile talep toplama ve satış
<b>Talep Toplama Tarihleri:</b>	25-26 Şubat 2021
<b>Halka Arz Fiyatı:</b>	10,00 TL
<b>Halka Arz Büyüklüğü:</b>	234.500.000 TL (254.500.000 TL ek satış dahil)
<b>Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı:</b>	Halka arz gelirlerinin yaklaşık %15'inin yatırımların finansmanında, %30'unun hammadde temininde, %35'sinin finansal borç ve kısa vadeli çek ödemelerinde, %20'sinin de işletme sermayesi için kullanılması planlanıyor.
<b>Fiyat İstikrarı İşlemleri</b>	Planlanmaktadır.

*Kaynak: Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporu*

**Tablo 2 – Ortaklık Yapısı**

	Grubu	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	%0,00	23.450.000	%30,43	25.450.000	%33,03
<b>Toplam</b>		<b>67.000.000</b>	<b>%100,00</b>	<b>77.050.000</b>	<b>%100,00</b>	<b>77.050.000</b>	<b>%100</b>

*Kaynak: Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporu*

## **2- Şirket Hakkında Özet Bilgi**

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. Türk İlaç'ın ana faaliyet konusu eczacılığa ilişkin tıbbi ilaçlar, bakteriyel ve viral aşılarda, ağır kesiciler, antiserum ve beslenme serumlarının üretimini yapmaktır.

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

Şirketin 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.

Türk İlaç, Türkiye'ye daha önce ithal edilen, ancak son dönemlerde yüksek hacimli sıvı olması sebebiyle iç pazarda bulunmayan yoğun bakım tedavisinde kritik bir ürün olan diyaliz solüsyon üretimini gerçekleştirmiş ve belgelendirmiştir. Diyaliz solüsyonları yoğun bakım ünitelerinde azalmış böbrek işlevini kompanse etmek üzere 24 saat devam eden kanın vücut dışında temizlenmesi işleminde kullanılmaktadır.

Türk İlaç aynı zamanda sahip olduğu aşı imalat ruhsatları ile aşı üretimi konusunda bünyesindeki teknoloji transferi deneyimini benzer aşılarda üretim için kullanabilme kabiliyeti ve tecrübesine sahiptir.

2012 yıllarında faaliyetlerine başlayan şirket, 2012 yılı itibarıyla aşı, serum, katı ve likit form tıbbi beşeri ilaç üretimi konusunda yatırımlara başlamıştır.

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 başlamıştır.

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 İyileştirme Uygulamaları Sertifikası (GMP) belgesini de almıştır.

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 yatırımını yapmış ve Hemodiyaliz ürünlerinin ruhsatlandırma sürecini tamamlamıştır.

2019'da yoğun bakım ünitelerinde kullanılmakta olan ve yerli imalatı bulunmayan diyaliz solüsyonu için üretim tesis yatırımını 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 aşılarda yer alan difteri tetanoz (TD) aşısı üretimine başlamıştır. Ar-Ge çalışmaları tamamlanan 6 adet ampul ürünü için ruhsat müracaatları tamamlanmıştır. Tüm dünyayı yakından ilgilendiren corona virüsü ile ilgili çalışmalar yürütmekte olan Türk İlaç, dünyadaki Ar-Ge merkezleri ve üreticilerle COVID aşısının Türkiye'de üretilmesi gayesi ile görüşmelere başlamıştır.

### Üretim ve Satışlar

**Üretim Kapasitesi:** Şirketin ana faaliyet alanı içerisinde yer alan tesislerde, sıvı, tablet, ampul, serum, diyaliz ve diyaliz solüsyonlarının seri üretimi gerçekleştirilmektedir.

**Satışlar:** Şirketin temel iki gelir kalemini aşı ve serum satışları oluşturmaktadır. Şirket aşı satışlarının büyük bir kısmını döviz cinsinden yapmaktadır. Diğer bir ana gelir kaynağı olan serum üretiminde yıllar itibarıyla satış gelirleri artmış ve şirket serum üretimine yatırım yapmıştır .

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 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 aşılarda 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 Gelirlerinin Kullanımı

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

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

### 3- Finansal Bilgiler

**Tablo 3 – Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş. – Karşılaştırmalı Bilanço**

Bilanço	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.09.2020
<b>Dönen Varlıklar</b>	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
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 Donen Varlıklar	2.334.591	859.139	6.003.376	4.532.615
<b>Duran Varlıklar</b>	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	0	952.656	721.615	547.565
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	286.515	185.430	619.033	924.794
Ertelenmiş Vergi Varlıkları	0	498.131	0	0
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	122.847.137	189.853.064	267.120.040	366.216.447
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	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
Banka Kredileri	15.814.299	8.794.590	53.884.880	70.317.729
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	2.573.387	6.309.077	18.368.981	3.198.402
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	79.856	1.172.830	14.030.261	675.614
Uzun Vadeli Borçların 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
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
Çalışanlara Sağlanan Fayda 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
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	194.155	323.285	518.082	651.718
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	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	0
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	0	0	125.000	257.602
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	116.883	0	3.499.493	17.311.612
<b>Özsermaye</b>	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 yeniden sınıflanmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelir ve giderler	0	-19.040	-53.951	49.463.280
Maddi duran varlık değerlendirme artışları	0	0	0	49.527.156
Tan. Fay. Plan yeniden ölçüm kazanç kayıpları	0	-19.040	-53.951	-63.876
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	722.850	1.429.860	2.278.252	2.278.252
Geçmiş yıl 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
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	122.847.137	189.853.064	267.120.040	389.952.807

Kaynak: Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

### 3- Finansal Bilgiler

**Tablo 4 – Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş. – Karşılaştırmalı Gelir Tablosu**

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.09.2020
Hasılat	52.852.771	97.297.344	152.120.489	155.599.289
Satışların maliyeti	-18.908.166	-41.611.725	-82.108.980	-76.293.811
<b>Brüt kar</b>	<b>33.944.605</b>	<b>55.685.619</b>	<b>70.011.509</b>	<b>79.305.478</b>
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri	-809.547	-1.840.463	-5.537.249	-3.784.272
Genel yönetim giderleri	-10.385.954	-13.346.250	-19.303.720	-15.571.273
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	2.611.938	4.169.614	2.948.254	5.272.940
Esas faaliyetlerden diğer giderler	-9.440.924	-9.007.123	-3.406.326	-9.871.224
<b>Esas faaliyet karı (zararı)</b>	<b>15.920.118</b>	<b>35.661.397</b>	<b>44.712.468</b>	<b>55.351.649</b>
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	1.065.556	2.838.889	2.838.889	7.746.666
TFRS 9 uyarınca belirlenen değ. düş. kaz.	-952	-127.890	-478.832	-280.925
Finansman öncesi faaliyet karı/zararı	16.984.722	38.372.396	47.072.525	62.817.390
Finansman gelirleri	1.003.991	3.227.364	7.130.341	9.033.095
Finansman giderleri	-9.036.599	-27.085.696	-36.713.244	-32.041.310
<b>Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi kar/zararı</b>	<b>8.952.114</b>	<b>14.514.064</b>	<b>17.489.622</b>	<b>39.809.175</b>
Sürdürülen faaliyetler vergi gelir/gideri	-625.985	-120.097	-4.007.471	-6.794.781
<b>Dönem karı/zararı</b>	<b>8.326.129</b>	<b>14.393.967</b>	<b>13.482.151</b>	<b>33.014.394</b>

*Kaynak: Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporu*

#### 4- Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında “Piyasa Çarpanları Analizi” ve “İndirgenmiş Nakit Akımları” yöntemleri kullanılmıştır. Değerlemede indirgenmiş nakit akımı yöntemine %50, yurt içi ve yurt dışı benzer şirket çarpanları yöntemlerine de %25'er eşit ağırlıklarla kullanılmıştır.

##### 4.1- Piyasa Çarpanları Analizi

“Pazar Yaklaşımı” yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplamasında, Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) oranına yer verilmiştir.

Şirketin 2019 yılı verileri ile 2020 yılının ilk dokuz ayı ile 2019 yılının son çeyrek verilerinin toplamıyla hesaplanan 9A20 yıllıklandırılmış tutarları ile 2020 yıl sonu tahmini tutarlar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Hesaplanan FAVÖK tutarı esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderler hesaplarını içermemektedir.

##### (i) Yurt içi Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları

Şirket için yapılan yurt içi çarpan analizinde şirkete birebir benzer iş yapan şirket bulunmadığından özellikle sağlık ve ilaç sektöründe faaliyet gösteren şirketler incelenmiştir. Çarpan analizinde FD/FAVÖK kullanılmıştır. Hedef fiyat hesaplamasında 2020 yıl sonu tahmini FAVÖK ve FD/FAVÖK oranı ile yapılan hesaplamada 30.09.2020 sonu net borç tutarı olan 114mn TL kullanılmıştır.

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 nedeni ile çarpan analizine dahil edilmemiştir. Eis Eczacıbaşı ilaç, Sınai ve Finansal Yatırımlar Sanayi ve ticaret A.Ş. (“ECILC”) ve RTA Labratuvarları Biyolojik Ürünler İlaç ve Makine Sanayi Ticaret A.Ş.’nin (“RTLAB”) FD/FAVÖK çarpanlarının 25'ten büyük olması nedeni ile analize dahil edilmemiştir.

Değerleme çalışmasında FD/FAVÖK oranı hesaplaması için medyan kullanılmıştır.

TL	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	8,2	20,9
RTALB	1.091.420.000	31,0%	22,3	28	7,9
SELEC	8.271.720.000	3,5%	13,9	10,4	2,4
	<b>Medyan</b>	<b>21,9%</b>	<b>17,9</b>	<b>10,8</b>	<b>4,2</b>

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

*Kaynak: Türk İlaç ve Serum Sanayi Fiyat Tespit Raporu*



### (ii) Yurt Dışı Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları

Bloomberg verilerine göre hazırlanan karşılaştırılabilir şirketler kümesinde çoğu şirket için tahmin eksikliği olması sebebi ile yıllıklandırılmış çarpanlar medyanına yer verilmiştir ve hedef değere şirketin 2020 yılsonu tahmini değerleri üzerinden ulaşılmıştır. Zentiva Sa şirketinin FD/FAVÖK çarpanı 25'ten büyük olması sebebi ile analize dahil edilmemiştir.

Şirketler	Menşei	Piyasa Değeri (USD mn)	F/K	FD/FAVÖK	PD/DD
ALKALOID AD SKOPJE	Makedonya	386	18,3	9,3	1,7
ASTRA INDUSTRIAL GROUP	Suudi Arabistan	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	Hindistan	173	a.d.	13,7	3,4
SOPHARMA AD SOFIA	Bulgaristan	290	4,9	7,9	0,8
ZENTIVE SA	Çek Cumhuriyeti	503	50,5	26,1	3,2
	<b>Medyan</b>	<b>290</b>	<b>18,3</b>	<b>11,0</b>	<b>1,7</b>
2020T FAVÖK		83.421.621			
30.09.2020 net borç		113.682.104			
<b>FD/FAVÖK çarpanı ile hedef piyasa değeri</b>		<b>802.319.697</b>			
<b>Pay başına değer</b>		<b>11,97</b>			

*Kaynak: Türk İlaç ve Serum Sanayi Fiyat Tespit Raporu*

### 4.2- "İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)" Analizi Yöntemi

İNA metodunda kullanılan temel varsayımlar aşağıdaki gibidir;

Projeksiyon süresi 6 yıl olup, 2020-2025 yılları için projekte edilmiştir. Şirketin gelecek projeksiyonları göz önüne alınarak, şirket için 2020 yılında %35, 2020 ve 2021 yılında %34, 2022 yılında %27, 2023 yılında %24, 2024 yılında %20 ve 2025 yılında %15 oranında yıllık ciro artışı gerçekleştirileceği tahmin edilmektedir. Sermaye maliyeti hesabında ise risksiz getiri oranı %14, hisse risk primi %5.5 ve beta 0.74 kabul edilmiştir. Şirketin finansal borçların, finansal borçlar ve özkaynak toplamına oranı olarak %43.9 kullanılmıştır. Vergi oranı 2021-2025 yılları için %20 olarak kullanılmıştır. Böylece, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ("AOSM") %17.2 olarak hesaplanmıştır. Terminal büyüme oranı olarak da %5 kabul edilmiştir.

İNA Değerleme (mn TL)	2018	2019	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
<b>Net Satışlar</b>	<b>97</b>	<b>152</b>	<b>206</b>	<b>275</b>	<b>349</b>	<b>434</b>	<b>520</b>	<b>599</b>
Satışlardaki Büyüme	84,1%	56,3%	35,1%	33,7%	27,0%	24,2%	19,9%	15,2%
<b>FAVÖK</b>	<b>44</b>	<b>50</b>	<b>83</b>	<b>108</b>	<b>143</b>	<b>183</b>	<b>219</b>	<b>252</b>
FAVÖK Marjı	45,6%	33,0%	40,6%	39,1%	40,9%	42,1%	42,1%	42,0%
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>40</b>	<b>45</b>	<b>73</b>	<b>97</b>	<b>129</b>	<b>165</b>	<b>201</b>	<b>231</b>
Faaliyet Kar Marjı	41,60%	29,70%	35,75%	35,14%	36,87%	38,12%	38,61%	38,51%
Vergi oranı*Faaliyet Karı	0	10	13	19	26	33	40	46
Efektif Vergi Oranı	0,8%	22,9%	17,1%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
<b>Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı</b>	<b>40</b>	<b>35</b>	<b>61</b>	<b>77</b>	<b>103</b>	<b>132</b>	<b>161</b>	<b>184</b>
Yatırım Harcamaları	-16	-25	-21	-19	-21	-22	-21	-21
Amortisman	4	5	10	11	14	17	18	21
D İşletme Sermayesi	1	-27	-14	-14	-19	-21	-20	-17
<b>Serbert Nakit Akışı (SNA)</b>	<b>29</b>	<b>-13</b>	<b>36</b>	<b>55</b>	<b>77</b>	<b>107</b>	<b>138</b>	<b>167</b>
iskonto oranı			0%	87%	74%	63%	54%	46%
indirgenmiş değer			0	42	57	68	74	77
SNA bugünkü değer			319					
Uç bugünkü değer			666					
<b>Hedef Firma değeri</b>			<b>984</b>					
<b>Net Borç</b>			<b>114</b>					
<b>Hedef özsermaye değeri</b>			<b>871</b>					
<b>Tahmini Birim Pay</b>			<b>12,99</b>					

*Kaynak: Türk İlaç ve Serum Sanayi Fiyat Tespit Raporu*

#### 4.3- Sonuç

Oyak Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında hem indirgenmiş nakit akımı hem de piyasa çarpanları yöntemleri kullanılmıştır. İndirgenmiş nakit akımı yöntemine %50, yurtiçi ve yurtdışı çarpan analizine %25'er ağırlık verilmiş olup, bu analizler sonucunda 840 milyon TL hedef değerine ulaşılmış olup, halka arz öncesi sermayeye bölünerek bulunan hisse başı hedef değeri de 12,54 TL olmuştur. **Bulunan hisse başına hedef piyasa değerine %20,3 iskonto uygulandığında halka arz fiyatı hisse başına 10,00 TL olarak bulunmuştur.**

Değerleme Sonucu (mn TL)	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç (TL)
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
<b>Toplam</b>		<b>100%</b>	<b>840.323.629</b>
<b>Pay Başına Değer</b>			<b>12,54</b>

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
<b>İskonto Oranı</b>	<b>-20,3%</b>

*Kaynak: Türk İlaç ve Serum Sanayi Fiyat Tespit Raporu*

### **5- Nihai Görüş**

- ✓ Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş. için hazırlanan fiyat tespit raporunda, değerlendirme için kullanılan yöntemler ayrıntılı ve net bir şekilde açıklanmış, şirket ve sektör hakkında yeterli bilgiler detaylı bir şekilde aktarılmıştır.
- ✓ Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş. için yapılan değerlendirme çalışmasında “İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)” ve “Piyasa Çarpanları Analizi” yöntemleri kullanılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- ✓ Değerleme yöntemi olarak ‘Piyasa Çarpanları’ yönteminde yurt içi benzer şirketler ve yurt dışı benzer şirketlerin kullanımını ve ağırlıklarının %25 ile eşit olarak uygulanmasını uygun görüyoruz.
- ✓ Çarpan Analizinde Firma Değeri/FAVÖK oranları için yüksek çarpanlara sahip şirketlerin uç değer kabul edilip kullanılmamasını makul bulmaktayız.
- ✓ İndirgenmiş nakit akımları analizinin şirketin varsayımlarına göre genel olarak makul olduğu görüşündeyiz. Ancak projeksiyon dönemi boyunca artması beklenen kapasite kullanım oranıyla ilişkili olarak farklı senaryolara göre duyarlılık analizi yapılmasının da faydalı olacağı kanısındayız.
- ✓ Kullanılan değerlendirme yöntemleri sonrasında ağırlıklandırılmış olarak hesaplanan birim halka arz fiyatı 12,54 TL olarak hesaplanmıştır. Bulunan hisse başına hedef piyasa değerine %20,3 iskonto uygulandığında halka arz fiyatı hisse başına 10,00 TL olarak bulunmuştur. Sonuç olarak, yapılan incelemeler sonucunda ve İzahnamede yer alan riskler de saklı kalmak koşuluyla, Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş için halka arz fiyat aralığının makul olduğu kanaatini taşıyoruz.

## ÇEKİNCE

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. 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, imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Halk Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmez, bilgi eksikliği ve yanlışlığından hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilemez. Halk Yatırım'ın rapordaki bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek doğrudan ve dolaylı kazanç ve zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Bu ileti 05 Kasım 2014 tarih ve 29166 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan ve 01 Mayıs 2015 tarihinde yürürlüğü giren "Elektronik Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında" çıkan kanunun 2.Maddesi c bendinde belirtilen Ticari Elektronik ileti kapsamında değildir.