

Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analiz Raporu**1- Amaç**

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İno Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan bu rapor, Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş. ("TRILC", "Türk İlaç" veya "Şirket") için Oyak Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("Oyak Yatırım") tarafından hazırlanarak 19.02.2021 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan edilmiş olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nun değerlendirmesi niteliğindedir.

Bu Rapor; Türk İlaç'ın halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir teklif değildir. Bu raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

2- Halka Arz Bilgileri

Halka Arz Miktarı ve Şekli (Nominal)	- Ödenmiş Sermaye	:	67.000.000 TL
	- Halka Arz Şekli	:	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
	- Halka Arz Miktarı - Sermaye Artırımı	:	10.050.000 TL
	- Halka Arz Miktarı - Ortak Satışı	:	13.400.000 TL
	- Halka Arz Miktarı - Toplam	:	23.450.000 TL
	- Halka Arz Oranı (Halka Açıklık)	:	30,43%
	- Ek Satış Hakkı	:	2.000.000 TL
	- Ek Satış Hakkı Dahil Halka Arz Miktarı	:	25.450.000 TL
- Ek Satış Hakkı Dahil Halka Açıklık Oranı	:	33,03%	

Şirket Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü	- Halka Arz Fiyatı	:	10,00 TL
	- Halka Arz Öncesi Şirket Değeri	:	670 milyon TL
	- Halka Arz Büyüklüğü	:	234,5 milyon TL
	- Ek Satış Dahil Halka Arz Büyüklüğü	:	254,5 milyon TL
	- Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	:	770,5 milyon TL

Yatırımcı Grupları ve Tahsisatlar (*)	- Yatırımcı Grubu		Satış Payı	Satış Miktarı
	- Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar	35%	:	8.207.500
	- Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar	35%	:	8.207.500
	- Yurtdışı Kurumsal Yatırımcılar	30%	:	7.035.000

(*) Ek Satış kapsamında satılacak paylar dahil edilmemiştir.

Talep Toplama Yöntemi	- Sabit Fiyat ile Talep Toplama
------------------------------	---------------------------------

Aracılık Yöntemi	- En İyi Gayret Aracılığı
-------------------------	---------------------------

Konsorsiyum Lideri	- Oyak Yatırım liderliğinde oluşturulan 25 üyeli konsorsiyum
---------------------------	--

Fiyat İstikrarı	- Ek satış kapsamında elde edilecek 20 milyon TL'lik kaynakla 30 gün süreyle fiyat istikrarı planlanmaktadır, ancak bu bir taahhüt anlamına gelmemektedir.
------------------------	--

Lock-up (Satmama Taahhüdü)	- Şirketin hakim ortağı Mehmet Berat Battal tarafından sahip olduğu payları 1 yıl boyunca halka arz fiyatının altında bir fiyattan satmama, Şirket 1 yıl boyunca bedelli sermaye artırımını yapmama taahhüdü vermiştir.
-----------------------------------	---

BİST İşlem Kodu	- TRILC
------------------------	----------------

Talep Toplama Tarihleri	- 25 - 26 Şubat 2021
--------------------------------	-----------------------------

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler İno Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. İno Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. İno Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

3- Şirkete İlişkin Bilgiler

Türk İlaç, 04.12.2012 tarihinde aşı, serum, katı ve likit form tıbbi beşeri ilaç üretimi konusunda faaliyet göstermek üzere Ankara'da kurulmuştur. Şirket'in ana faaliyet konusu eczacılığa ilişkin tıbbi ilaçlar, bakteriyel ve viral aşılarda, ağrı kesiciler, antiserum ve beslenme serumlarının üretimini yapmaktır. Türk İlaç 8.000 m²'si kiralık toplam 56.000 m² kapalı üretim alanında tıbbi beşeri ilaç üretimi, biyolojik ürün, aşı ve tıbbi cihaz grubu solüsyonları üretmektedir. Türk İlaç, aşı üretimi konusunda Türkiye'nin özel teşebbüs olarak ilk ve tek aşı üretim tesisini kurmuştur.

Şirket, Difteri Tetanoz (TD) aşısını yerli olarak üretmekte, Difteri Tetanoz pediatrik, BCG, OPV aşılarını bitmiş ürün olarak ithal etmekte, hepatit B aşılarının dolun ve paketleme aşamalarını üretim tesislerinde gerçekleştirmektedir.

Şirketin üretim faaliyetlerinde yer alan ürün ve süreçler aşağıdaki gibidir:

- Steril ürünler,
- Steril olmayan ürünler,
- Biyolojik tıbbi ürünler,
- Ambalajlama,
- İlaç/aşı etkin maddesi üretim işlemleri.

Steril Ürünler

- Aseptik hazırlanan ürünler küçük hacimli sıvılar (Aşı dahil, tüm ampul dolunu yapılan ürünler, difteri tetanoz aşısı / D3 Vitamin ampul / Paripolin ampul gibi)
- Son kabında sterilize edilen ürünler (Tüm serum torba ürünleridir. Bunlar ilgili farmakopiye bağlı olarak nihai formunda otoklav içerisinde steril edilen ürünlerdir.)

Steril Olmayan Ürünler

- Sert kapsüller (örnek ürocit K) Türk İlaç tesislerinde fason olarak üretilmektedir.
- Dahili Likitler (Vücuda giren ancak steril olması gerekmeyen oral veya rectal uygulama lavmanlar)
- Tabletler (Elmiron tablet) Türk İlaç tesislerinde fason olarak üretilmektedir.

Biyolojik Tıbbi Ürünler

- Aşı antijenleri (toksoidler)

Ambalajlama

- Primer Ambalaj (Beslenme serumlarında solüsyonun içine girdiği torba primer (birincil) ambalaj olup; serum dolun makinasında otomatik olarak üretilmekte ve dolunma geçilmektedir.)
- Sekonder Ambalaj (Üretimi yapılan serumlar sterilizasyona girmeden önce ikincil bir poşete alınarak sterilizasyon yapılmakta ve bu poşete ikincil ambalaj denilmekte olup; ikincil ambalajlar piyasadan satın alma yoluyla tedarik edilmektedir.
- Sert Kapsüller (Ürünün temas ettiği çok kullanılan antibiyotikler kapsül içerisindedir. Bu kapsül de primer ambalaj olarak kabul edilmektedir.)
- Dahili likitler ve şişeler primer ambalaj olarak kabul edilmektedir.
- Tabletler blister ambalajı primer ambalaj olarak kabul edilmektedir.

İlaç Etkin Maddesi Üretim İşlemleri

- Bu kapsamda difteri ve tetanoz antijeni üretilmektedir.

Şirketin satışlarının ana kategoriler itibarıyla detayı 2017, 2018, 2019 yılları ile 30.09.2019 ve 30.09.2020 dönemleri itibarıyla aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Net Satışlar (TL)	31.12.2017	%	31.12.2018	%	31.12.2019	%	30.09.2019	%	30.09.2020	%
Aşıl Gelirleri	51.941.039	98,3	88.611.868	91,1	88.905.583	58,4	45.564.575	51,4	81.835.739	52,6
Serum Gelirleri	208.510	0,4	8.153.440	8,4	61.878.169	40,7	44.325.323	50,0	66.056.953	42,5
Tablet İlaç Gelirleri	0	0,0	1.864.290	1,9	541.623	0,4	0	0,0	0	0,0
Ticari Mal Satışından Gelirler	0	0,0	0	0,0	0	0,0	1.117.370	1,3	12.272.499	7,9
Hizmet Geliri	0	0,0	632.150	0,6	4.075.134	2,7	3.650.133	4,1	425.000	0,3
Diyaliz Malzemeleri Geliri	0	0,0	829.271	0,9	7.197.788	4,7	4.118.950	4,6	13.012.916	8,4
Diğer Gelirler	706.010	1,3	852.162	0,9	5.615.839	3,7	3.157.704	3,6	3.153.777	2,0
Satıştan İadeler	-2.787	0,0	-256.406	-0,3	-15.191.845	-10,0	-12.738.108	-14,4	-17.362.398	-11,2
Satıştan İskontolar	0	0,0	-3.389.431	-3,5	-901.802	-0,6	-574.956	-0,6	-3.795.197	-2,4
Toplam	52.852.772	100	97.297.344	100	152.120.489	100	88.620.991	100	155.599.289	100

Türk İlaç'ın 31.12.2020 dönemi itibarıyla toplam çalışan sayısı 422 olup, 93 personel beyaz yakalı, 329 personel ise mavi yakalı çalışan olarak görev almaktadır.

Şirketin halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıda yer almaktadır.

HALKA ARZ ÖNCESİ VE SONRASI ORTAKLIK YAPISI							
Ortağın Adı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
		Sermaye Tutarı	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı
Mehmet Berat Battal	A	20.100.000	93,00%	20.100.000	63,48%	20.100.000	60,88%
	B	42.210.000		28.810.000		26.810.000	
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%
Toplam	A+B	67.000.000	100,00%	77.050.000	100,00%	77.050.000	100,00%

4- Finansal Tablolar

Bilanço (TL)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	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	54.832.735	99.505.579	141.015.336
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	23.567.333	50.861.853	30.438.884	40.270.379
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	46.532	3.970.882	69.066.695	100.744.957
Diğer Alacaklar	6.812.113	18.207.632	22.269.252	8.965.472
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	6.800.816	18.056.253	22.130.350	8.468.894
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	11.297	151.379	138.902	496.578
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	6003376	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 Varlıkları	0	952.656	721.615	547.565
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	286.515	185.430	619.033	924.794
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0	498.131	0	0
Toplam Varlıklar	122.847.137	189.853.064	267.120.040	366.216.447
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

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirmeye hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

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	0	275.686	4.584.122	0
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	0	948.811	1.587.535
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	121.371	1.437.867	396.717	319.329
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	449.725	426.474	1.816.238	1.701.754
Ertelenmiş Gelirler	5.251.001	3.974.934	6.353.434	12.468.648
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	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
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 Uzun Vadeli Karşılıklar	178.758	270.094	377.685	542.129
Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar	0	0	125.000	257.602
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	116.883	0	3.499.493	17.311.612
Özkaynaklar	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 Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	0	-19.040	-53.951	49.463.280
Maddi Duran Varlık Değerleme Artışları	0	0	0	49.527.156
Tan. Fay. Plan. Yeniden Ölçüm Kazanç/Kayıpları	0	-19.040	-53.951	-63.876
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	722.850	1.429.860	2.278.252	2.278.252
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	14.050.414	21.669.533	24.572.455	-3.945.394
Net Dönem Karı veya 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

Kar veya Zarar Kısmı (TL)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.09.2019	30.09.2020
Hasılat	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 (Zarar)	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
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	0	0	0	0
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 Geliri (Gideri) 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

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	8.952.114	14.514.064	17.489.622	-3.515.688	39.809.175
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	-625.985	-120.097	-4.007.471	-1.791.627	-6.794.781
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	-592.032	-729.741	0	0	-818.210
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	-33.953	609.644	-4.007.471	-1.791.627	-5.976.571
Net Dönem Karı (Zararı)	8.326.129	14.393.967	13.482.151	-5.307.315	33.014.394

5- Halka Arzdan Elde Edilecek Kaynağın Kullanımı

Halka arzdan elde edilecek kaynağın yatırımların finansmanı ve hammadde temini, finansal borç ödemeleri ve kısa vadeli çek ödemeleri ile işletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanmasında kullanılması planlanmaktadır.

- Yatırımların Finansmanı ve Hammadde Temini

Halka arzdan elde edilecek fonun yaklaşık %15'i mevcut yatırım kapasitesinin genişletilmesi ve bazı üretim hatlarının yenilenmesi için kullanılacaktır.

Ayrıca Şirket, fiyat dalgalanmalarından etkilenmemek ve iskontolu alış imkanından faydalanmak için fonun %30'unu hammadde temininde kullanacaktır.

- Finansal Borç Ödemeleri ve Kısa Vadeli Çek Ödemeleri

Halka arzdan elde edilecek fonun %35'i finansal borç ve kısa vadeli borç (çek/senet ve cari hesap) ödemelerinde kullanılması planlanmaktadır.

- İşletme Sermayesi Kullanımı

Şirket'in faaliyetleri sırasında karşılaşılabileceği fırsatları değerlendirmek ve kur artışlarının etkisini minimize etmek amacıyla halka arzdan elde edilecek fonun %20'sini işletme sermayesi olarak tutması planlanmaktadır.

- Yeni Ürün Geliştirme ve Pazar Araştırmaları

Şirket, halka arzdan elde edilecek fondan yukarıda bahsedilen tutarlardan sonra nakit kalması durumunda pazar ve ürün araştırma faaliyetlerine ek olarak fon ayırmayı planlamaktadır.

6- Halka Arz Teşviki

Şirket paylarının borsada işlem görmeye başlamasından itibaren en fazla 30 gün boyunca ek satış kapsamında satılacak paylardan elde edilecek fon ile fiyat istikrarı işlemlerinde bulunulması planlanmaktadır.

7- Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Genel Tespitler

Oyak Yatırım tarafından hazırlanan 09.02.2021 tarihli fiyat tespit raporunda, halka arz fiyatının belirlenmesinde 2 değerlendirme yönteminin uygulanmasına karar verilmiştir.

- Piyasa Çarpanları Yöntemi
- İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi – İNA

a) Piyasa Çarpanları Yöntemi

Şirket'in 31.12.2019, 30.09.2020 dönemi itibarıyla yıllıklandırılmış ve 31.12.2020 tahmini tutarları aşağıdaki tabloda gösterilmiş olup, FAVÖK tutarı esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderler hesaplarını içermemektedir.

Şirket Verileri (TL)	FAVÖK	Net Kar	Net Borç
31.12.2019	50.194.788	13.482.151	111.698.780
Yıllıklandırılmış	95.351.463	51.803.860	113.682.104
31.12.2020 Tahmini	83.421.621	41.767.221	113.682.104

Gerek yurt içi gerekse yurt dışı çarpan analizleriyle hesaplanan hedef fiyatlarda, Finnet veri programı ve Bloomberg veri terminalinden yıllıklandırılmış veriler kullanılmıştır.

Şirket için yapılan yurt içi çarpan analizinde Borsa İstanbul'da Şirket'e birebir benzer iş yapan şirket bulunmadığından özellikle sağlık ve ilaç sektöründe faaliyet gösteren şirketler incelenmiştir. Bu kapsamda 8 Şubat 2021 tarihli kapanış itibarıyla Borsa İstanbul'da işlem gören sağlık ve ilaç sektöründe faaliyet gösteren benzer şirketlerin piyasa çarpanları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. LKMNH, SELEC ve MPARK şirketlerinin Türk İlaç ile aralarında ciddi farklar olması sebebiyle; ECILC ve RTALB şirketlerinin FD/FAVÖK çarpanlarınının 25'ten büyük olması sebebiyle analize dahil edilmemiştir.

Yurtiçi Benzer Şirketler	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%	48,0	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

Hedef fiyat hesaplamasında 2020 yılsonu tahmini FAVÖK ve FD/FAVÖK çarpanı ile yapılan hesaplamada 30.09.2020 sonu net borç tutarı olan 114 milyon TL kullanılmış olup, şirketin nakit yaratma kapasitesini en iyi temsil ettiği düşünülen FD/FAVÖK oranınının kullanılması uygun görülmüştür.

FD/FAVÖK çarpanı kullanılarak ulaşılan hedef piyasa değeri 817,8 milyon TL, pay başına değer ise 12,21 TL olarak hesaplanmıştır.

Bloomberg verilerine göre hazırlanan karşılaştırılabilir şirketlerin çoğunda tahmin eksikliği nedeniyle yıllıklandırılmış çarpanlar medyanına yer verilmiş ve hedef değere Şirket'in 2020 yıl sonu tahmini değerleri üzerinden ulaşılmış olup, benzer yurtdışı şirketlerin piyasa çarpanları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Yurtdışı Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (Mn USD)	F/K	FD/FAVÖK	PD/DD
ALKALOID AD SKOPJE	386	18,3	9,3	1,7
ASTRA INDUSTRIAL GROUP	544	21,0	8,8	1,0
DONGKOO BIO & PHARMA CO LTD	205	10,8	15,5	1,8
NICHI-IKO PHARMACEUTICAL CO	666	30,3	11,0	0,8
CREXO AB	201	a.d	13,9	3,1
PANACEA BIOTEC LTD	173	a.d	13,7	3,4
SDPHARMA AD SOPHIA	290	4,9	7,9	0,8
ZENTIVA SA	503	50,5	26,4	5,2
Medyan(*)	290,3	18,3	11,0	1,7

(*) Zentiva Sa şirketinin FD/FAVÖK çarpanı 25'ten büyük olması sebebiyle analize dahil edilmemiştir.

FD/FAVÖK çarpanı kullanılarak ulaşılan hedef piyasa değeri 802,3 milyon TL, pay başına değeri ise 11,97 TL olarak hesaplanmıştır.

b) İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

Şirket için yapılan İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi çalışmasında;

-Şirket'in Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)'nin %17,2 olarak hesaplanmasında risksiz faiz oranının %14,0, Piyasa Risk Priminin %5,50 ve Şirket Risk Priminin %6,0, beta katsayısının 0,74, borçluluk oranı %43,9 ve vergi oranının %20 olmak üzere vergi öncesi borçlanma maliyeti %20 olarak alınmıştır.

-Şirketin 2025 yılından sonrasındaki nihai değer hesaplamasında nihai büyüme oranı %5 olarak kullanılmıştır.

-Şirketin hasılatının 2020 yılında %35, 2021 yılında %34, 2022 yılında %27, 2023 yılında %24, 2024 yılında %20 ve 2025 yılında %15 oranında artacağı öngörülmüştür.

- Şirketin brüt kar marjının 2020 yılında %49,45, 2021 yılında %46,92, 2022 yılında %47,54, 2023 yılında %48,00, 2024 yılında %48,09 ve 2025 yılında %47,97 oranında gerçekleşeceği,

- Faaliyet giderlerinin satışlara oranının 2020 yılında %13,7 seviyesinde, 2021 yılında %11,8, 2022 yılında %10,7, 2023 yılında %9,9, 2024 yılında %9,5 ve 2025 yılında %9,5 seviyesinde gerçekleşeceği,

- FAVÖK marjının da %39,1 – 42,1 aralığında gerçekleşeceği,

- Yatırım harcamalarının satışlara oranının %10'lardan kademeli olarak %3,5'e kadar ineceği ve 2020 yılı için 20,8 milyon TL, 2021 yılı için 19,2 milyon TL, 2022 yılı için 20,9 milyon TL, 2023 yılı için 21,7 milyon TL, 2024 yılı için 20,8 milyon TL ve 2025 yılı için 21,0 milyon TL olacağı,

- Net işletme sermayesi hesaplamasında Şirketin 2020/09 dönemi gerçekleştirmeleri baz alınarak alacaklar için ortalama 6 ay, stoklar için ortalama 2 ay, borçlar için ise ortalama 7,5 ay gibi bir öngöründe bulunduğu,

- Bu doğrultuda şirketin İNA yöntemine göre piyasa değeri 871 milyon TL olarak hesaplanmış olup, Şirket'in 67 milyon TL olan sermayesine göre hesaplanan pay başına değer 12,99 TL'ye denk gelmektedir.

c) Sonuç

Türk İlaç'ın şirket değerinin belirlenmesinde İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemine %50, yurt içi ve yurtdışı piyasa çarpanları analizi yöntemlerine %25'er ağırlık verilerek halka arz öncesi 840 milyon TL değere ulaşılmış olup, bu doğrultuda pay başına değer ise 12,54 TL'ye denk gelmektedir. Bulunan pay başına hedef piyasa değerine %20,3 halka arz iskontosu uygulandığında pay başına 10,00 TL'lik halka arz fiyatına ulaşılmıştır.

Değerleme Yöntemi	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
İNA Analizi	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
Toplam			840.323.629
Pay Başına Değer			12,54

Halka Arz Öncesi Değer İskonto Hesabı (TL)

Hedef Piyasa Değeri	840.323.629
İskonto Oranı	20,3%
Halka Arz Fiyatı ile Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	670.000.000
Sermaye	67.000.000
Halka Arz Fiyatı	10,00

8 – Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Türk İlaç fiyat tespit raporunda yer alan bilgi ve veriler yeterince açıklayıcı verilerle desteklenmiştir.
- Fiyat tespitine ilişkin olarak kullanılan değerlendirme yöntemlerinin uygun ve yeterli olduğunu düşünmekteyiz.
- Piyasa çarpanları analizi yönteminde yurt dışı benzer şirketlerin de değerlemeye dahil edilmesinin makul olduğunu düşünmekteyiz.
- FD/FAVÖK çarpanına ek olarak karlılık çarpanlarından F/K çarpanının da değerlemede dikkate alınabileceğini düşünmekteyiz.
- İNA analizinde 5 yıllık projeksiyon döneminin dikkate alınmasının makul olduğunu düşünmekteyiz.
- Özsermaye değerinin hesaplanmasında Piyasa Çarpanları ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinin eşit ağırlıklandırılmasını makul buluyoruz.
- Bu doğrultuda Oyak Yatırım tarafından %20,3 halka arz iskontosu uygulanarak belirlenen 10,00 TL halka arz fiyatının, yeterli halka arz iskontosu barındırması sebebiyle makul olduğunu düşünmekteyiz.