

# TÜRK İLAÇ VE SERUM SANAYİ A.Ş

## FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

**İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**  
**ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ**  
24 ŞUBAT 2021

## 1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İntegral Yatırım") tarafından, Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin (Oyak Yatırım) tek yetkili aracı kurum olduğu Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş. (kısaca "İhraççı", "Türk İlaç" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Oyak Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İntegral Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## 2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

TÜRK İLAÇ HALKA ARZ ÖZET BİLGİ	
İhraççı	Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş. ve hak sahibi ortaklar
Halka Arz Tarihleri	25-26 Şubat 2021
Halka Arz Fiyatı	10 TL
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Bedelli Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	67.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	77.050.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	30,4% (Ek Satış dahil 33%)
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	Toplam 25.450.000 TL/Lot. 13.400.000 TL/lot ortak satışı, 10.050.000 TL/Lot Sermaye artırımı, 2.000.000 TL/Lot ek satış
Ek Satış Hakkı	Vardır.
Fiyat İstikrarı İşlemleri	Vardır.
Borsa Kodu	TRILC
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Oyak Yatırım liderliğindeki konsorsiyum üyeleri
SPK Onay Tarihi	19.2.2021

## 3. ŞİRKET PROFİLİ

Şirket sağlık sektöründe aşı, serum ve diyaliz ve diyaliz solüsyonları alanlarında faaliyet göstermektedir.

Şirketin üretim faaliyetlerinde steril ürünler, steril olmayan ürünler, biyolojik tıbbi ürünler, ambalajlama, kalite kontrol testleri ve ilaç ve aşı etkin maddesi üretimi bulunmaktadır.

Şirket, aşı faaliyetlerinde yerli Difteri Tetanoz aşısı üretimi yapmakta, Difteri Tetanoz pediatrik, BCG ve OPV aşılarını son ürün olarak ithal etmekte ve Hepatit B aşılarının dolum ve paketleme çalışmalarını yürütmektedir.

COVID-19 aşısının üretilebilmesi için gerekli teknolojiye sahip olan şirket, FDA tarafından acil durum onayı almış iki COVID-19 aşısının üreticisi ile yerli üretim konusunda görüşmelerini sürdürmektedir.

Şirket, aşı faaliyetlerinde bağışıklama programı çerçevesinde stratejik önem gösteren aşuları yerli kaynaklarla üretme odağında ilerlemektedir. Üretilen ve gelecekte üretilmesi planlanan aşular bu sebeple stratejik öneme sahiptir.

Şirket, Hepatit B aşısının üretici firması ile teknoloji transferi üzerine görüşmelere devam etmekte ve Hepatit A aşısının global üreticisi olan firma ile teknoloji transferi anlaşmasını gerçekleştirmek üzerine anlaşma metnini hazırlamayı sürdürmektedir.

Suçiçeği aşısının teknoloji transferi anlaşması görüşmeleri sürmekte olup TDAP (tetanoz, difteri, boğmaca) aşısının yerli üretimi için teknoloji sahibi firma ile AR-GE çalışmalarına başlanmıştır.

Serum ürünleri pazarında üretim hacminde pazar lideri olan şirket, 2017 yılından günümüze bu pazardaki faaliyetlerini büyötmüştür.

Diyaliz solüsyonları üretimi, 2018 yılının 4. Çeyreğinde başlamış olup 2019 yılında tam kapasite üretime ulaşmıştır.

Şirketin üretimine dair ürün bazında hacim bilgileri aşağıdaki tablodadır:

Satış Hacmi	2018	2019	9A2019	9A2020
Aşı (doz)	8.495.110	8.000.000	4.000.000	5.136.580
Serum (litre)	2.626.749	8.680.534	6.215.560	5.794.598
Diyaliz (litre)	700.432	5.394.979	3.829.122	6.327.594

*Kaynak: Oyak Yatırım Fiyat Tespit Raporu*

2018 yılından 2020 yılı Eylül sonuna kadar ortalama birim fiyatı en fazla artan ürünler, yüzde 183 artışla serum ürünleri olmuştur.

Fiyat artışlarında serum ürünlerini yüzde 74'lük artışla diyaliz ürünleri ve yüzde 38 artışla aşı ürünleri takip etmiştir.

Şirketin satışını yaptığı ürünlere dair birim fiyatlar aşağıdaki tablodadır:

Birim fiyatlar	2018	2019	9A2019	9A2020
Aşı (Doz-TL)	10,03	11,00	11,25	13,91
Serum (Litre-TL)	3,10	5,38	5,08	8,79
Diyaliz (Litre-TL)	1,18	1,33	1,08	2,06

*Kaynak: Oyak Yatırım Fiyat Tespit Raporu*

2019 yılında aşı satışlarından kaynaklanan gelirler toplam gelirlerin yüzde 58,4'ünü, serum satışlarından kaynaklanan gelirler ise toplam gelirlerin yüzde 40,7'sini oluşturmuştur.

Diyaliz satışlarından kaynaklanan gelirler, 2020 yılının ilk 9 aylık döneminde toplam gelirlerin yüzde 7'sini oluşturmuştur.

Gelirlerin satış segmentlerine göre dağılımı aşağıdaki tablodaki gibidir:

Segmentlere göre gelirler ve toplam içerisindeki payları	2017	2018	2019	9A2019	9A2020
Aşı Gelirleri (TL)	51.941.039	88.631.868	88.905.583	45.564.575	81.835.739
<b>Aşı Segmenti Payı</b>	<b>98,27%</b>	<b>91,07%</b>	<b>58,45%</b>	<b>51,41%</b>	<b>52,59%</b>
Serum Gelirleri (TL)	208.510	8.153.440	61.878.169	44.325.323	66.056.953
<b>Serum Segmenti Payı</b>	<b>0,39%</b>	<b>8,38%</b>	<b>40,68%</b>	<b>50%</b>	<b>42,45%</b>
Diyaliz Malzemesi Gelirleri (TL)	-	829.271	7.197.788	4.118.950	13.012.916
<b>Diyaliz Malzemesi Segmenti Payı</b>	<b>-</b>	<b>0,85%</b>	<b>4,73%</b>	<b>4,65%</b>	<b>8,36%</b>
Net Satışlar (TL)	52.852.772	97.297.344	152.120.489	88.620.991	155.599.289

Kaynak: Oyak Yatırım Fiyat Tespit Raporu

### 3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Grubu	Halka Arz Öncesi Sermaye (TL)	Halka Arz Öncesi Payı	Halka Arz Sonrası Sermaye (TL)	Halka Arz Sonrası Payı	Ek Satış Dahil Halka Arz Sonrası Sermaye (TL)	Ek Satış Dahil Halka Arz Sonrası Payı
Mehmet Berat Battal	A		30,00%		26,09%		26,09%
Mehmet Berat Battal	B		63,00%		37,39%		34,80%
Özlem Akkaya	B		4,50%		3,91%		3,91%
İsmail Erdoğan	B		2,50%		2,17%		2,17%
Halka Açık Kısmı	B	-			30,43%		33,03%
<b>Toplam</b>		<b>67.000.000</b>	<b>100%</b>	<b>77.050.000</b>	<b>100%</b>	<b>77.050.000</b>	<b>100%</b>

Kaynak: Oyak Yatırım Fiyat Tespit Raporu

## 4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

### 4.1. Bilanço

Bağımsız Denetimden Geçmiş Bilanço (TL)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.09.2020
<b>VARLIKLAR</b>	<b>122.847.137</b>	<b>189.853.064</b>	<b>267.120.040</b>	<b>366.216.447</b>
<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 Dönen varlık	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 Hakları	-	952.656	721.615	547.565
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	286.515	185.430	619.033	924.794
Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	498.131	-	-
<b>KAYNAKLAR</b>	<b>122.847.137</b>	<b>189.853.064</b>	<b>267.120.040</b>	<b>366.216.447</b>
<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
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	1.906.861
Ertelenmiş Gelirler	5.251.001	3.974.934	6.353.434	12.468.648
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	449.725	426.474	1.816.238	1.701.754
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	-	-	818.210
Kısa Vadeli 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
Ertelenmiş Gelirler	10.585.555	7.746.666	4.907.777	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	178.758	270.094	502.685	799.731
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	116.883	-	3.499.493	17.311.612
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>48.099.393</b>	<b>62.474.320</b>	<b>65.278.907</b>	<b>147.810.532</b>
Ödenmiş Sermaye	25.000.000	25.000.000	25.000.000	25.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Gelir ve Giderler	-	-19.040	-53.951	49.463.280
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	722.850	1.429.860	2.278.252	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	14.393.967	13.482.151	33.041.394

Kaynak: Oyak Yatırım Fiyat Tespit Raporu

#### 4.2. Gelir Tablosu

Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu (TL)	2017	2018	2019	9A 2019	9A 2020
<b>Net Satışlar</b>	<b>52.852.771</b>	<b>97.297.344</b>	<b>152.120.489</b>	<b>88.620.991</b>	<b>155.599.289</b>
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
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>15.920.118</b>	<b>35.661.397</b>	<b>44.712.468</b>	<b>14.415.318</b>	<b>55.351.649</b>
Yatırım Faaliyetlerinden gelirler	1.065.556	3.838.889	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
<b>Finansman Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)</b>	<b>16.984.722</b>	<b>39.372.396</b>	<b>47.072.525</b>	<b>16.113.843</b>	<b>62.817.390</b>
Finansal Gelirleri	1.003.991	3.227.364	7.130.341	4.338.233	9.033.095
Finansal Giderleri (-)	-9.036.599	-27.085.696	-36.713.244	-23.967.764	-32.041.310
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar/Zararı</b>	<b>8.952.114</b>	<b>15.514.064</b>	<b>17.489.622</b>	<b>-3.515.688</b>	<b>39.809.175</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri/Gideri	-625.985	-120.097	-4.007.471	-1.791.627	-6.794.781
- Dönem Vergi Geliri/Gideri	-592.032	-729.741	-	-	-818.210
- Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri	-33.953	609.644	-4.007.471	-1.791.627	-5.976.571
<b>Net Dönem Karı</b>	<b>8.326.129</b>	<b>15.393.967</b>	<b>13.482.151</b>	<b>-5.307.315</b>	<b>33.014.394</b>

Kaynak: Oyak Yatırım Fiyat Tespit Raporu

#### 4.3. Borçluluk Rasyoları

Borçluluk Rasyoları	2017	2018	2019	9A 2020
Finansal Yükümlülükler	45.395.662	67.266.698	113.253.693	115.667.570
Eksi - Hazır Değerler	824.422	6.875.683	1.554.913	1.985.466
<b>Net Borç</b>	<b>44.571.240</b>	<b>60.391.015</b>	<b>111.698.780</b>	<b>113.682.104</b>
Toplam Özkaynak	48.099.393	62.474.320	65.278.907	147.810.532
<b>Net Borç/Toplam Özkaynaklar</b>	<b>0,93</b>	<b>0,97</b>	<b>1,71</b>	<b>0,77</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	25.459.872	26.103.837	26.491.153	51.782.793
FAVÖK	25.267.093	44.404.141	50.194.788	95.351.463
<b>Net Borç/FAVÖK</b>	<b>1,76</b>	<b>1,36</b>	<b>2,23</b>	<b>1,19</b>

Kaynak: Oyak Yatırım Fiyat Tespit Raporu

#### 4.4. Karlılık Analizi

Karlılık Oranları	2017	2018	2019	9A 2019	9A 2020
Net Satışlar	52.852.771	97.297.344	152.120.489	88.620.991	155.599.289
Brüt Kar	33.944.605	55.685.619	70.011.509	31.650.417	79.305.478
Brüt Kar Marjı	64,20%	57,20%	46,00%	35,70%	51,00%
Faaliyet Giderleri/Ciro	21,20%	15,60%	16,30%	17,80%	12,40%
Faaliyet Kar Marjı	30,10%	36,70%	29,40%	16,30%	35,60%
FAVÖK	25.267.092	44.404.142	50.194.788	19.595.241	64.751.826
FAVÖK Marjı	47,80%	45,60%	33,00%	22,10%	41,60%
Net Kar	8.326.129	14.393.967	13.482.151	-5.307.315	33.014.394
Net Kar Marjı	15,80%	14,80%	8,90%	-6,00%	21,20%

Kaynak: Global Menkul Değerler Fiyat Tespit Raporu

## 5. HALKA ARZDAN KULLANILACAK FONUN KULLANIM YERİ

Şirket, 67 Milyon TL olan çıkarılmış sermayesini, halka arz ile beraber 315 Milyon TL'lik kayıtlı sermaye tavanı içerisinde kalarak 10.050.000 TL artışla 77.050.000 TL'ye çıkaracak. Buna ek olarak şirketin ortaklarından Mehmet Berat Battal'ın sahip olduğu 13.4 Milyon TL tutarındaki payların da ortak satışı yoluyla halka arz edilmesi planlanmaktadır. Böylelikle şirket halka arz ile 23.450.000 TL fon elde etmeyi planlamaktadır.

Şirket, halka arz ile kaynak yapısını güçlendirerek kurumsallaşma, şirketin değerini ortaya çıkarma, bilinirlik ve tanınırlığı pekiştirme şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerini daha güçlü bir şekilde uygulama amaçlarını gerçekleştirme hedefliyor.

Halka Arz Geliri Kullanımı	
Halka Arz Büyüklüğü	23.450.000 TL
Yatırımların Finansmanı ve Hammadde Temini	%45
Finansal Borçların ve Kısa Vadeli Çeklerin Ödenmesi	%35
İşletme Sermayesi Olarak Değerlendirme	%20

Kaynak: Halka Arz Gelirinin Kullanımına İlişkin Yönetim Kurulu Kararı

- **%45'lik kısım ile yatırımların finansmanı ve hammadde temini**

Halka arzdan elde edilecek gelirin yaklaşık %15'i ile mevcut yatırım kapasitesinin genişletilmesi ve bazı üretim hatlarının yenilenmesi hedeflenmektedir. Gelirin %30'u ile ise fiyat dalgalanmalarından etkilenmemek ve iskontolu alış imkânından faydalanmak amacıyla hammadde temin edilmesi planlanmaktadır.

- **%35'lik kısım ile finansal borçların ve kısa vadeli çeklerin ödenmesi**

Şirket, halka arzdan edilecek gelir ile yüksek maliyetli kredilerini kapatarak pasifteki yabancı kaynak ağırlığını azaltmayı ve kaynak yapısını güçlendirmeyi planlamaktadır. Bu kapsamda halka arzdan elde edilecek gelirin %35'i ile finansal borçların ve kısa vadeli çeklerin ödenmesi planlanmaktadır.

- **%20'lik kısmın işletme sermayesi olarak değerlendirilmesi**

Halka arzdan elde edilecek gelirin %20'sinin olası fırsatları değerlendirmek ve kur artışlarının etkisini minimize etmek amacıyla işletme sermayesi olarak tutulması planlanmaktadır.

- **Kalan kısımlar ile yeni ürün geliştirmeleri ve pazar araştırmaları**

Şirket, halka arzdan elde edilecek gelirden yukarıda bahsedilen tutarlardan sonra nakit kalması durumunda bu nakdi pazar ve ürün araştırma faaliyetlerinde kullanmayı planlamaktadır.

## 6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Oyak Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemi ve çarpan analizi yöntemi kullanılmıştır. Hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında İNA analizine %50, yurt içi çarpan analizine %25, yurt dışı çarpan analizine %25 ağırlık verilmiştir.

### 6.1. İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

İNA analizinde projeksiyon dönemi 2020-2025 yıllarını kapsamaktadır. 2021-2025 yılları için net satış YBBO %24 seviyesinde hesaplanmıştır. Faaliyet giderlerinde her yıl %15 artış beklenmektedir. Satışlardaki büyüme ile birlikte faaliyet giderlerinin satışlara oranında 2020 yılındaki %13,7 seviyesinden 2025 yılında %9,9 seviyesine yönelik iyileşme öngörülmektedir. FAVÖK marjının ise 2020 yılındaki %40,6 seviyesinden 2025 yılına kadar %42'ye yükselmesi beklenmektedir. İşletme sermayesi ihtiyacı hesaplanırken ticari alacak ve ticari borç günlerinde 2020 yılı sonrasında sınırlı iyileşme öngörülmüştür. Yatırım harcamalarında kapasitenin yeterli olmasından dolayı artış beklenmemektedir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesabı yapılırken, risksiz faiz oranı Türkiye'deki 10 yıllık tahvil faizleri dikkate alınarak %14 alınmıştır. Beta değeri, yurt içinde Deva Holding, yurt dışında benzer alanda faaliyet gösteren şirketler dikkate alınarak 0,74 kullanılmıştır. Hisse senedi risk primi %5,5 öngörülmüştür. Finansal borçların, finansal borçlara ve özkaynaklar toplamına oranı %43,9 hesaplanmıştır. Vergi öncesi borç maliyeti ise mevcut faiz oranlarına eşdeğer %20 alınmıştır. Bu varsayımlar ışığında AOSM %17,2 hesaplanmıştır.

Türk İlaç - İNA Değerleme (TL)	2018	2019	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
<b>Satışlar</b>	<b>97.297.344</b>	<b>152.120.489</b>	<b>205.577.914</b>	<b>274.952.537</b>	<b>349.339.845</b>	<b>433.719.781</b>	<b>519.824.872</b>	<b>598.834.046</b>
<i>Yıllık Değişim</i>	<i>84,20%</i>	<i>56,30%</i>	<i>35,10%</i>	<i>33,70%</i>	<i>27,00%</i>	<i>24,20%</i>	<i>19,90%</i>	<i>15,20%</i>
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	45,60%	33,00%	40,60%	39,10%	40,90%	42,10%	41,50%	42,00%
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
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	<i>41,60%</i>	<i>29,70%</i>	<i>35,80%</i>	<i>35,10%</i>	<i>36,90%</i>	<i>38,10%</i>	<i>38,60%</i>	<i>38,50%</i>
Vergi Öncesi 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
Efektif Vergi Oranı	0,80%	22,90%	17,10%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
<b>Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı</b>	<b>40.163.796</b>	<b>34.820.424</b>	<b>60.954.343</b>	<b>77.291.545</b>	<b>102.971.337</b>	<b>132.276.635</b>	<b>160.568.798</b>	<b>184.469.456</b>
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
İNA	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				87,00%	74,00%	63,00%	54,00%	46,00%
İndirgenmiş Değer				42.485.995	57.119.351	57.572.960	74.335.538	77.069.950

İNA Bugünkü Değer	318.603.632
Uç Bugünkü Değer	665.581.387
<b>Hedef Firma Değeri</b>	<b>984.285.039</b>



Net Borç	113.682.104	
<b>Hedef Özsermaye Değeri</b>	<b>870.602.915</b>	12,99

## 6.2. Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları

Yurt içi çarpan analizinde, Şirket'in ana faaliyet alanına yakın şirketler seçilmiştir. Borsa İstanbul içerisinde şirket faaliyetlerine bire bir benzer iş yapan şirket bulunmamasından dolayı sağlık ve ilaç sektöründe faaliyet gösteren şirketler dikkate alınmıştır. Lokman Hekim, Selçuk Ecza Deposu ve MLP Sağlık Hizmetleri ile Şirket arasında ciddi farklılıklar olması nedeniyle bu şirketler çarpan analizine dahil edilmemiştir. Ayrıca, Eczacıbaşı İlaç ve RTA Laboratuvarları Biyolojik Ürünlerin FD/FAVÖK çarpanı 25'ten büyük olduğu için bu şirketler de analize dahil edilmemiştir. Hedef fiyat hesaplamasında FD/FAVÖK (Firma Değeri/FAVÖK) çarpanı kullanılırken, seçilen yurt içi benzer şirketlerin F/K (Fiyat /Kazanç) ve PD/DD (Piyasa Değeri/Defter Değeri) çarpanlarına da yer verilmiştir.

## 6.3. Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları

Yurt dışı çarpan analizinde benzer faaliyet alanına sahip seçilen sekiz yurt dışı şirkete yer verilmiştir. Bu şirketlerden bir tanesi FD/FAVÖK oranının 25'ten büyük olması nedeniyle analize dahil edilmemiştir. Hedef fiyat hesaplamasında FD/FAVÖK (Firma Değeri/FAVÖK) çarpanı kullanılırken, seçilen yurt dışı benzer şirketlerin F/K (Fiyat /Kazanç) ve PD/DD (Piyasa Değeri/Defter Değeri) çarpanlarına da yer verilmiştir.

## Sonuç

Sonuç olarak indirgenmiş nakit akımına %50, yurt içi çarpan analizine %25, yurt dışı çarpan analizine %25 pay verilerek halka arz öncesi 840 milyon TL hedef değer hesaplanmıştır. Hisse başı hedef fiyat değeri 12,54 TL olmaktadır. Bulunan hisse başı hedef fiyat değerine %20,3 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 10 TL hedef fiyat belirlenmiştir.

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
<b>Toplam</b>		<b>100%</b>	<b>840.323.629</b>
<b>Pay Başına Değer</b>			<b>12,54</b>

Kaynak: Oyak Yatırım Fiyat Tespit Raporu

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	<b>840.323.629</b>
<b>İskonto Oranı</b>	<b>-20,3%</b>

Kaynak: Oyak Yatırım Fiyat Tespit Raporu

#### Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) Hesabı

Risksiz Getiri Oranı	14,00%
Beta	0,74
Hisse Risk Primi	5,50%
Vergi Oranı	20,00%
Borç Oranı	43,90%
Özkaynak Oranı	56,10%
Sermaye Maliyeti	18,10%
Şirket Risk Primi	6,00%
Vergi Öncesi Borç Maliyeti	20,00%
<b>AOSM</b>	<b>17,20%</b>

*Kaynak: Oyak Yatırım Fiyat Tespit Raporu*

## 7. GÖRÜŞ

Oyak Yatırım tarafından Türk İlaç için hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz.

Çarpan analizi yapılırken birçok çarpan dikkate alınmış. Ancak, şirketlerin operasyonel kar performanslarına dayanan ve piyasa tarafından daha fazla kullanılan FD/FAVÖK çarpanı üzerinden değerlendirilmiştir. Ancak PD/DD, F/K ve FD/Satışlar gibi değeri yansıtan çarpanların neden ihmal edildiğine yönelik ayrıntılı bir gerekçeye yer verilmemiştir. Diğer çarpan değerlerinin de değerlendirilmesinde dikkate alınması halinde değerlendirme sonucu ulaşılan fiyatın önemli ölçüde farklılaşabileceği değerlendirilmektedir.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini hesaplarken dikkate alınan verilerin ve benzer şirketlere göre hesaplanan Beta katsayısı ile hesaplama yöntemini makul ve yeterli olarak değerlendiriyoruz.

Benzer şirketler için dikkate alınmış yurt içi ve yurt dışı şirketlerin uç değer elemelerindeki nedenleri uygun bulmaktayız.

İNA ve FD/FAVÖK çarpanı kullanılarak ulaşılan birim pay değerine %20,3 iskonto uygulanarak bulunan 10 TL halka arz fiyatını yukarıda belirttiğimiz görüşler doğrultusunda makul olduğunu düşünüyoruz.

**Yasal Uyarı Notu:** 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 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.

Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

**Çekince:** Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.