

**TURK İLAÇ VE SERUM SANAYİ ANONİM
ŞİRKETİ**

OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Ayazağa Mahallesi Kemerburgaz Caddesi
Vadi İstanbul Park 7B Blok No:7C Kat:18 Sarıyer İSTANBUL
Tel: 0212 319 12 00
09/02/2021

KISALTMALAR

Kısaltma	Tanım
A.Ş.	Anonim Şirketi
AOSM	Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti
BİST, Borsa İstanbul	Borsa İstanbul Anonim Şirketi
CAGR	Bileşik Yıllık Büyüme Hızı (<i>Compound Annual Growth Rate</i>)
COVID-19	Koronavirüs Salgını
DBT	Beşli Karma
DSÖ	Dünya Sağlık Örgütü
FDA	Amerikan Gıda ve İlaç Kurumu (<i>U.S. Food and Drug Administration</i>)
EEC	Avrupa Ekonomik Birliği
Esas Sözleşme	Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş. esas sözleşmesi
Euro	Avrupa Ekonomik topluluğu ortak para birimi
FAVÖK	Esas faaliyetlerden diğer net gelirleri içermeyen faiz, amortisman, vergi öncesi kar
FD	Firma değeri
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kar
GMP	İyi İmalat Uygulamaları Sertifikası (<i>Good Manufacturing Practice</i>)
GLP	İyi Laboratuvar Uygulamaları Sertifikası (<i>Good Laboratory Practice</i>)
GSYİH	Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
HepB	Hepatit B
Hemofiltrasyon Solüsyonları	Yoğun bakım ünitelerinde azalmış böbrek işlevini kompanse etmek üzere 24 saat devam eden kanın vücut dışında temizlenmesi işleminde kullanılan solüsyonlar, Dijaliz Solüsyonları
IQVIA	IQVIA Holdings Inc.
İEİS	İlaç Endüstrisi İşverenler Sendikası
INA	İndirgenmiş nakit akım analizi
KKK	Kızamık, Kızamıkçık, Kabakulak
KKO	Kapasite Kullanım Oranları
KPA	Konjüge Pnömokok Aşısı
Ltd. Şti.	Limited Şirketi
Md.	Madde
OECD	Ekonomik Kalkınma İşbirliği Örgütü (<i>Organization for Economic Cooperation and Development</i>)
SPK, Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
T.C., Türkiye	Türkiye Cumhuriyeti
T.C. Sağlık Bakanlığı	Sağlık Bakanlığı
TİTCK	Türkiye İlaç ve Tıbbi Cihaz Kurumu
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TD	Difteri Tetanoz
Tic.	Ticaret
TL	Türk Lirası

**OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLERİ A.Ş.**

TTK	6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu
TTSG	Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
Turk İlaç, Şirket, İhraççı	Turk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş.
USD	Amerika Birleşik Devletleri'nin resmi para birimi
Vb.	Ve benzeri
VÜK	213 sayılı Vergi Usul Kanunu
YBBO	Yıllık Birleşik Büyüme Oranı
Yıllıklandırılmış 9A2020	Son çeyrek 2019 ve ilk üç çeyrek 2020 finansalları toplamı
9A2019	2019 yılı ilk üç çeyrek toplamı
9A2020	2020 yılı ilk üç çeyrek toplamı
IV Parenteral	Intravenöz - Ven İçi Enjeksiyon-sıvı maddenin doğrudan damar yoluyla verildiği tedavi şekli- Hastanelerde kullanılan Beslenme Serumları


OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Ayvansaray Mah. Nemanbağcık Mah. 1. Et 1. Blok 5. No: 7B
 Blok Apt. No: 7C Kat: 1B Şişli/İST. Tel: +90 214 12 60 00 00
 Fax: +90 214 12 60 00 01
 E-mail: 331 05 99 Menkulde: 0546 02 00 00 034
 Büyük Mükellefliler: 05 649 063 9104

İÇİNDEKİLER

1. Şirket Hakkında Özет Bilgi ve Değerleme Çalışması Sonucu	5
2. Değerleme Çalışmasında Uygulanan Esaslar	8
A. Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Meslek Kuralları ve Etik İlkeler	8
B. Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar:	8
C. Yetkinlik Beyanı	9
D. Sorumluluk Beyanı	10
3. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler	11
A. Şirket'in Genel Bilgileri	11
B. Sermaye ve Ortaklık Yapısı	13
C. Şirket'in Faaliyetlerinin Gelişiminde Önemli Olaylar	14
D. Şirket Faaliyetleri	15
D.1. Üretim Kapasitesi	15
D.2. Satışlar	15
D.2.1. Satışların Ürün Kategorisi Bazında Kirilimi:	15
D.2.2. Faaliyet Gösterilen Pazarlar	17
D.2.3. Satış ve Dağıtım:	18
D.2.4. Geliştirme sürecinde önemli nitelikte ürün ve hizmetler:	19
D.3. Kovid-19 Etkisi	20
4. Sektör Hakkında Bilgi	20
A. Global Sektör Görünümü	20
B. Yurt İçi Pazar Görünümü	22
5. Finansallar Hakkında Bilgiler	27
A. Gelir Tablosu	27
B. Bilanço	32
C. Nakit Akım Tablosuna İlişkin Değerlendirmeler	37
6. Kullanılan Değerleme Yöntemleri	38
7. Değerleme	38
7.A. İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi	38
7.A.1. Gelir Tablosu Projeksiyonları:	39
7.A.2. Yatırım Harcamaları:	45
7.A.3. İşletme Sermayesi İhtiyaç Projeksiyonu:	45
7.A.4. Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) Hesabı:	46
7.A.5. İNA ve Tahminler:	48
7.B. Piyasa Çarpanları Yöntemi	48
7.B.1. Yurt İçi Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları:	49
7.B.2. Yurt Dışı Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpanları:	50
8. Sonuç	51

**OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLEME A.Ş.**
 Ankara Mh. Yıldız Mah. 18. Sıra No: 1200 Tel: 0312 303 0 999 Mezus No: 0319 0109 0049 0034
 Büyükkülliye 12. Mah. 18. Sıra No: 1200 Tel: 0312 303 0 999 Mezus No: 0319 0109 0049 0034
 Büyük Nüksefeler YD, 0319 033 9504

Bu rapor, TURK İLAÇ VE SERUM SANAYİ ANONİM ŞİRKETİ ("Şirket" ya da "Turk İlaç") ile OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("OYAK Yatırım") arasında imzalanmış olan halka arza aracılık sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyatına esas teşkil edecek değerin belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

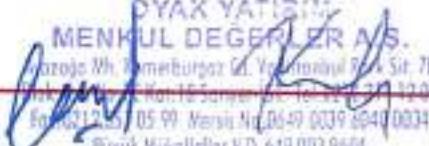
1. Şirket Hakkında Özет Bilgi ve Değerleme Çalışması Sonucu

Stratejik Öneme Sahip Sağlık Ürünleri: Her yıl T.C. Sağlık Bakanlığı tarafından milyonlarca TL bütçe ayrılan aşı gibi sağlık sektöründe stratejik bir öneme sahip olan aşıların gerek ithalat yoluyla gerekse teknoloji transferi sağlamak kaydı ile ürünün üretimini yapan Turk İlaç, Difteri Tetanoz (TD) aşısını yerli olarak üretmekte, Difteri Tetanoz pediyatrik, BCG, OPV aşısını bitmiş ürün olarak ithal etmekte, hepatit B aşısının dolum ve paketleme aşamalarını üretim tesislerinde gerçekleştirerektedir. Hepatit B üretici firma ile aşının antijeneden başlayan üretimi için de teknoloji transferi anlaşması müzakerelerine devam edilmektedir. Yine bağışıklama programı aşlarından olan hepatitis A aşısı için global üretici firma ile ikili görüşmelerini sürdürmekte ve teknoloji transferi aşamalarını başlatmak üzere anlaşma metni üzerinde görüşmelerine devam etmektedir.

Turk İlaç, Bağışıklama Programı kapsamında yer alan aşılardan suçiçeği aşı ile ilgili de global üretici ile teknoloji transferi anlaşması görüşmelerini sürdürmektedir. Dünya Sağlık Örgütü tavsiyesine uygun olarak TD aşısı ile birlikte Tdap (tetanoz, difteri, boğmaca) aşısının yerli üretimi konusunda teknoloji sahibi firma ile birlikte Ar-Ge çalışmalarına başlanmıştır. Teknoloji transferi aşamasını tamamlayarak Türkiye'nin aşı konusunda dışa bağımlılığının azaltılması ve rekabetin oluşturulması yönünde önemli katkılar sağlayarak Okul Aşları Bağışıklama Programı kapsamında ihtiyaç duyulan aşıların tedarikçisi olarak önemli bir hizmet vermektedir.

Bunun yanı sıra ülkenin ilk yerli aşı üreticisi konumunda olan Şirket gerek aşı üretim teknolojisi tecrübe gerekse aşı üretimi konusunda sahip olduğu deneyimli kadrosu ile Covid-19 aşısının Türk İlaç tesislerinde üretilmesi, dolum, paketleme ve tüm bitmiş ürün testlerinin de tesiste gerçekleştirilebileceği şekilde biri "Emergency Use" iznini almış FDA onaylı iki aşı üreticisi ile Türkiye'de üretim konusunda görüşmelerini sürdürmektedir.

İlaçta Verilemeye Hizmet Eden Ürün Gamı: Turk İlaç, Türkiye'nin yıllık serum ihtiyacının %37'sini karşılayan GMP (Üretim Tesisi İyi İmalat Uygulamaları Sertifikası) standartlarına ilişkin son teknolojileri kullanarak yılda 120 milyon adet kapasite ile hastanelerde kullanılan beslenme serumlarının üretimi yapmaktadır. Şirket, serumların primer ambalajında kullanılan çok katlı pp filmini ve kapama ağızlarında bulunan kapakları (port) grup firmalarından olan Turk Plast firmasında tamamlamış olduğu AR-GE çalışmaları neticesinde üretmeye başlamış ve serum üreticisi diğer firmaların ithal olarak tedarik ettiği üretim bileşenlerini yerli üretmeyi başarmış, bu sayede kesintisiz üretim, döviz kazandırıcı faaliyet ve indirgenmiş maliyetlerle üretim yapabilme avantajlarını sağlamıştır. Turk İlaç beslenme serumlarının yanı sıra yılda 34 milyon litre diyaliz solüsyonu üretme kapasitesine sahip olup, Türkiye'de sayıları giderek artan diyaliz merkezlerinin temel ihtiyacını karşılamaktadır. Şirket ayrıca sahip olduğu aşı üretim ruhsatı ile Türkiye'nin yıllık 8 milyon doz olan TD aşı ihtiyacının tamamını karşılamaktadır. Yıllık difteri Tetanoz aşısı üretim kapasitesi 30 milyon doz seviyesindedir. Şirket, Türkiye ihtiyacının dışında kalan kapasitesini ihracata yönelik kullanmayı planlamaktadır.


**OYAK YATIRIM
MENKUL DEGERLER A.Ş.**
 Bürojo: Mh. Tamerburgaz Cd. Vatanmaç R. No: 7B
 İstinye / İstanbul - 34350
 Tel: +90 212 380 55 99 - Fax: +90 212 380 55 98
 E-mail: oyakyatirim@oyak.com.tr
 Sayısal Mükelleflar V.D: 649 003 9004

Üretim Kapasitesini ve Ürün Teknolojisini Destekleyen AR-GE Merkezi: Türk İlaç, Türkiye'de yerli üretimi olmayan sadece ithal edilmek suretiyle kullanılabilen yoğun bakım ünitelerinin kritik ihtiyacı olan ve anestezi hastalarında kullanılan diyaliz solüsyonu üretimi için yatırım ve belgelendirme sürecini 18.06.2019 tarihinde tamamlamıştır. Yatırımlarını büyük ölçüde tamamlamış olan şirket devam eden üretimler için kapasite artışı gereklilikleri doğrultusunda depo raf sistemi, Covid-19 aşısı anlaşması tamamlanması halinde ihtiyaca ilişkin ürünlerinden aşı dolumunu dedike edebilmek için ilave ampul dolum makinası ve artan serum üretimi sebebi ile ilave blister paketleme makinesi yatırımı planlanmaktadır.

Şirket adına tescil edilmiş ruhsat ve markalara sahip olması: Türk İlaç'ın ürünlerinin satışı tescil edilmiş ruhsat ve markalar ile yapılmaktadır. Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş.'ye ait markalar arasında serum ürün markası IZOFLEKS olup, ampül ürün grubunda ASİSTURK - ampül ürün markası (mukolitik), DİKTURK - ampül ürün markası (Analjezik), DOPATURK - ampül ürün markası (Dopaminerjik), FUROTURK - ampül ürün markası (Diüretik), KEMOTURK - ampül ürün markası (Antiemetik), NORATURK - ampül ürün markası (Adrenerjik), PİRATURK - ampül ürün markası (Nootropik), RANITURK - ampül ürün markası (H2 Rezeptör antagonistisi) ve TRAMTURK -ampül ürün markası (Analjezik) yer almaktadır. Ayrıca diyaliz grubu ürünlerinde önemliler arasında DİADOL ve DİAFLEKS markaları yer almaktadır. HDFTURK ise Şirket'in diyaliz grubu ürün markasıdır.

Halka arz gelirinin kullanımı: Şirket, halka arzdan elde edeceğine geliri dört ana alanda değerlendirmeyi planlamaktadır. İlk olarak halka arz gelirinin %30'unun hammadde termininde kullanılması planlanmaktadır. İkinci olarak gelirin %15'i ile mevcut yatırım kapasitesinin genişletilmesi ve bazı üretim hatlarında kapasite artışı ile ilgili ilave yatırım yapılması planlanmaktadır. Şirket halka arzdan elde ettiği gelirin %35'i ile finansal borç ve kısa vadeli borç ödemeleri yapmayı planlamaktadır. Son olarak da kalan %20'lük kısmın işletme sermayesi olarak kullanılması hedeflenmektedir. Belirtilen fon kullanım oranları Şirket menfaatleri doğrultusunda değişkenlik gösterebilir. Halka arz gelirinin kullanımı ile ilgili daha detaylı bilgiye Şirket Izahname'sinin 28.2. nolu bölümünde yer verilmiştir.

Raporun sonunda belirtildiği üzere %50 indirgenmiş nakit akışı, %25 yurt içi benzer şirket çarpanları, %25 yurt dışı benzer şirket çarpanları ağırlıklarıyla, Şirket için ulaştığımız hedef değer 840 milyon TL ve hisse başına 12,54 TL'dir. Bulunan hisse başına hedef piyasa değerine **%20,3 halka arz iskontosu uyguladığımızda halka arz için 10,00 TL hisse başına fiyata ulaşıyoruz.**


MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Antalya Mh. Kemalpaşa Mah. 3. Ve 4. Sokak No: 78
 D: Apt. No: 7C, 3. Kattı 8. Sıvriyer / Marmaris / Muğla / 41400
 Tel: 0252 320 00 00 - Fax: 0252 320 00 01
 E-mail: info@menkuldegerler.com.tr
 Web: www.menkuldegerler.com.tr
 T.C. No: 11111111111
 V.A.T. No: 0549 001 0040 0034
 Büyük Mülk Lefteri V.O. 659 003 9104

Tablo 1: Değerleme Sonucu Özet

Türk İlaç Değerleme Sonucu (TL)	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
İNA	870.602.915	50%	435.301.457
Yurtçi çarpanlar analizi	817.768.992	25%	204.442.248
Yurtdışı çarpanlar analizi	802.319.697	25%	200.579.924
	Toplam	100%	840.323.629
	Pay başına değer		12,54
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		
İskonto Oranı	-20,3%		

Kaynak: OYAK Yatırım

Değerleme Çalışmasını Yapan Değerleme Uzmanına İlişkin Bilgiler

E. Alper Çelik – Kurumsal Finansman / Müdür Yardımcısı

E. Alper Çelik, çeşitli yatırım kuruluşlarında araştırma ve kurumsal finansman bölümlerinde 15 senelik tecrübeye sahiptir. İstanbul Teknik Üniversitesi İşletme Mühendisliği lisans ve Boğaziçi Üniversitesi Ekonomi-Finans yüksek lisans mezunuudur. Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı (Belge no: 203052), Türev Araçlar Lisansına (Belge no: 307348) sahiptir.

MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Ayazağa Mah. Kocatepe Mah. 1. Cd. Yedimontaj Blok No: 78
 Blok Apt. No: 7/1 Tel: 0312 259 12 00
 Fax: 0312 259 07 07. Merkez No: 0319 404 67 34
 E-mail: menkuldegerler.yd.049 003 9504



2. Değerleme Çalışmasında Uygulanan Esaslar

A. Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Meslek Kuralları ve Etik İlkeler

- Değerleme hizmeti, ilgili mevzuatlar çerçevesinde gerekli lisansa sahip değerleme uzmanı tarafından Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları çerçevesinde yerine getirilmiştir.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren veya makul bir süre içerisinde gerçekleşeme ihtimali bulunmayan varsayımsal durumlar hakkında rapor istenen görevler kabul edilmemiştir.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranışlı ve çalışmalar Şirket ve hakim ortaklarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işi bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksızın yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Hukuka uygun davranışlı ve konuya ilgili yasal mevzuata riayet edilmiştir.
- Değerleme hizmeti, haksız rekabete yol açmayacak şekilde mesleki sorumluluk bilinci ve mesleki kurallar çerçevesinde yerine getirilmiştir.

B. Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar:

- Raporda kullanılan bilgiler kamuya açıklanmış ve talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış olan bilgilerden oluşmaktadır. Rapor içerisinde yer alan finansal bilgiler, halka açılma için özel amaçlı olarak bağımsız denetimden geçen finansal tabloları ve bilgileri içermektedir.
- Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerlendirme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.
- Değerleme çalışmaları genel kabul görmüş denetleme ilke, esas ve standartlarına göre bir denetimi veya inceleme çalışmasını içermemiştir.

OYAK YATIRIM
MENKUL DEGERLEME A.Ş.
 M. 0312 260 00 00 / F. 0312 260 00 01
 Adres: Kocatepe Mah. Kemalpaşa Cd. Vadiye Sok. 7B
 06700 Ankara / TC Sch. No: 151 001 021 019 012 00
 Fax: 0312 260 00 02 / Mersis No: 047 1037 0042 0024
 Büyük Mülkeller V.D. 641 022 9604

- Değerleme çalışmalarına esas teşkil etmek üzere OYAK Yatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış, bu bilgilerin güvenilir ve doğruluğu denetlenmemiştir.
- Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.
- Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.
- Bu raporda kullanılan tüm bilgiler Şirket yönetimi tarafından sağlanmış doğru olduğu kabul edilen bilgilerdir.
- Rapor konu olan değerlendirme çalışması, bilinen değerlendirme yöntemleri kullanılarak uzmanlık bilgisi ile hazırlanmıştır. Ancak, piyasa koşullarında meydana gelebilecek önemli değişimlerin Şirket değerini etkileyerek, yukarı veya aşağı yönde değiştirebileceği bilinmelidir.
- Değerleme çalışması sırasında, Şirket'in faaliyetini yürütmesinde belirleyici olan tüm yasal koşullara uygun olduğu kabul edilmiş ve bu husus ayrıca incelenmemiştir.
- Değerlemesi yapılan aktifler için bir hukuki çalışma yürütülmemiştir. Değerleme çalışmasında, değerlendirmeye konu aktiflerin değer düşüklüğüne ugramamış veya değer kaybı olmaksızın satılabilir durumda olduğu ve aktifler üzerinde herhangi bir kısıtlayıcı hak olmadığı kabul edilmiştir.
- Şirket'in, faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyen (olağanüstü mali kriz, doğal afetler, olağanüstü siyasi ve yasal değişiklikler, öngörülemez hukuki gelişmeler vs gibi) alışlagelen dışında bir engel olmadan işletmenin sürdürülebilirliği esasına göre öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam edeceği varsayılmıştır.
- Şirket'in yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyebilecek, alışlagelen personel dönüşümü dışında olumsuz önemli bir değişimin olmayacağı,
- Türk ve dünya ekonomisinde yakın gelecekteki gerçekleştirmelerin bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden ciddi sapma göstermeyeceği varsayılmıştır.

C. Yetkinlik Beyanı

Turk İlaç'ın güncel şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 09.02.2021 tarihli değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlendirmesinde uyuşacak genel esaslarda belirtilen;

- Kurul'ca geniş yetkili olarak yetkilendirilmiş ve değerlendirmeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 10 kişiyi tam zamanlı olarak istihdam eden,

- Aynı bir kurumsal finansman bölümünde sahip,
 - Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgeleri, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlerin bulunduğu,
 - Müşteri kabulu, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olan,
 - Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurların bulunduğu,
 - Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olan,
 - Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile arasında değerlendirme hizmeti sözleşmesi bulunan,
 - Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmayan,
 - Değerleme faaliyetlerinin başta bağımsızlık, tarafsızlık, mesleki özen ve titizlik olmak üzere etik ilkeler ve söz konusu düzenlemelerde yer alan ilgili hükümler ve genel kabul görmüş uluslararası standartlara uygun olarak gerçekleştiren,
- niteliklere sahip olduğumu,

raporda yer alan değerlendirme çalışmalarının SPK'nın III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'e ve Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uygun olarak yapıldığım, beyan ederiz.

D. Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumu ve bağımsızlık ilkelerine uydugumu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçekte uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

**OYAK YATIRIM
MENÜKUL DEĞERLEME A.Ş.**
 Ayaçta Mh. Almanya Mah. Vatanpark Sk. 7B
 Blok No: 10 Kat: 18 Seri: A/C Tel: +90 212 90
 Fax: +90 212 90 0649 0039 0034
 Bankamatikler V.D. 649 003 9604



3. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler

A. Şirket'in Genel Bilgileri

Turk İlaç ve Serum Sanayi Anonim Şirketi, 04.12.2012 tarihinde 50.000 TL sermaye ile aşırı, serum, katı ve likit form tıbbi beseri ilaç üretimi konusunda faaliyet göstermek üzere Ankara'da kurulmuştur. Turk İlaç ülkemiz için stratejik önem arz eden aşırı üretimi konusunda Türkiye'nin özel teşebbüs olarak ilk ve tek aşırı üretim tesisini kurmuştur.

Turk İlaç, TR/GMP/2020/103 numaralı GMP (Üretim Tesisi İyi İmalat Uygulamaları) belgesi ile birlikte üretim tesisisinde Beseri Tıbbi Ürün Üretim ve ilaç etkin maddesi üretim hakkına sahip olmuştur. Şirket'in üretim faaliyetleri aşağıdaki gibidir:

Tablo 2: Turk İlaç Ürünleri

Ürün Grubu
Steril Ürünler
<i>Aseptik hazırlanan ürünler</i>
<i>Son kabında sterilize edilen ürünler</i>
<i>Seri Serbest Bırakma İşlemleri</i>
Steril olmayan ürünler
<i>Sert Kapsüller</i>
<i>Dahili Likitler</i>
<i>Tabletler</i>
<i>Seri Serbest Bırakma İşlemleri</i>
Biyolojik Tıbbi Ürünler
<i>Diğer Biyolojik Tıbbi Ürünler aşırı</i>
<i>Seri Serbest Bırakma İşlemleri</i>
Ambalajlama
<i>Primer Ambalajlama</i>
<i>Sekonder Ambalajlama</i>
Kalte Kontrol Testleri
<i>Mikrobiyolojik (steril)</i>
<i>Mikrobiyolojik (steril olmayan)</i>
<i>Kimyasal /Fiziksel</i>
<i>Biyolojik</i>
İlaç / Aşırı Etkin Maddesi Üretim İşlemleri
<i>Mikrobiyolojik (steril)</i>
<i>Mikrobiyolojik (steril olmayan)</i>
<i>Kimyasal /Fiziksel</i>
<i>Biyolojik</i>

Kaynak: Şirket

**OYAK YATIRIM
MENKUL DEGERLER A.Ş.**

Aränçöğlu İhl. Esenlerburgaz Cd. Arçelik Park Sit. 7B
Blok Apt. No: 101, Kat: 1B Sınav Mah. Tel: 011 209 12 00
Fax: 011 211 59 99 Mersis No: 2013 0001 004 0004
Buyul Mikat Numarası: 649 003 9634

Şirket'in ampul formu ürünleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 3 Ampul Formu Ürünleri

Molekül Adı	Ampul		Lavman – Non Steril	Torba	Lavman – Non Steril	Aşı-Flakon
Farmasötik Formu	Vitamin B12	Fentanil Sitrat	Sodyum Dihidrojen fosfat + Disodyum hidrojen fosfat	Parasetamol	Sodyum Dihidrojen fosfat + Disodyum hidrojen fosfat	Aşı-Flakon
	Vitamin D3	Klorokinin Fosfat	Sennosides	Esmolol Hidroklorür	Sennosides	
	Deksametazon Sodyum Fosfat	Rifamisin Sodyum + Lidokain HCl	Mesalazin		Mesalazin	
	Vitamin C	Petidin Hidroklorür				
	Artikain Hidroklorür + Epinefrin Tartarat	Deksketoprofen Trometamol				
	Fenitoin Sodyum	Vitamin Mix				

Kaynak: Şirket

Şirket'in 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.

Tablo 4 Türk İlaç Markaları

TÜRK İLAÇ ve SERUM SAN. A.Ş. Marka Grubu				
Marka Adı	Başvuru No	Başvuru Tarihi	Nice Sınıfları	Yenileme/Durum
TRAMTURK	2017/98378	2.11.2017	May-35	2027 yılı
RANITURK	2017/98374	2.11.2017	May-35	2027 yılı
PIRATURK	2017/98370	2.11.2017	May-35	2027 yılı
NORATURK	2017/98368	2.11.2017	May-35	2027 yılı
KEMOTURK	2017/98365	2.11.2017	May-35	2027 yılı
FUROTURK	2017/98363	2.11.2017	May-35	2027 yılı
DOPATURK	2017/98360	2.11.2017	May-35	2027 yılı
DIKTURK	2017/98359	2.11.2017	May-35	2027 yılı
ASİSTURK	2017/98357	2.11.2017	May-35	2027 yılı
IZOFLEKS	2016/94797	23.11.2016	May-35	2026 yılı
DİADOL	2018/11558	6.02.2018	05/10/1935	2027 yılı
DİAFLEKS	2018/11562	6.02.2018	05/10/1935	2027 yılı
HDFTÜRK	2018/79419	5.09.2018	May-35	2028 yılı
TURK Defence	2020/36149	26.03.2020	May-35	Marka tescili için istiraz sürecinde

Kaynak: Şirket

OYAK YATIRIM

MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Mazeğe Mah. Kocatepe Mah. 1. Blok 7. Kat 11. No: 11000
İstiklal Caddesi, 06590 Ankara / TURKEY
Telefon: +90 312 451 59 99 - Faks: +90 312 451 59 99
E-posta: info@menkuldegerler.com.tr - Web: www.menkuldegerler.com.tr

Turk İlaç, Türkiye'ye daha önce ithal edilen, ancak son dönemlerde yükseliş hâkimli sivî olması sebebi ile iç pazarda bulunamayan yoğun bakım tedavisinde kritik bir ürün olan diyaliz solüsyon üretimini gerçekleştirmiştir ve belgelendirmiştir. Diyaliz solüsyonları yoğun bakım ünitelerinde azalmış böbrek işlevini kompanse etmek üzere 24 saat devam eden kanın vücut dışında temizlenmesi işleminde kullanılmaktadır.

Turk İlaç aynı zamanda sahip olduğu aşı imal ruhsatları ile aşı üretimi konusunda bünyesindeki teknoloji transferi deneyimini benzer aşıların üretimi için kullanabileceğini kabiliyeti ve tecrübesine sahiptir.

B. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirket, 30.09.2020 tarihinde tescil edilen ve 01.10.2020 tarih 10172 sayılı TTSG'de yayımlanan 21.09.2020 tarihli Olağanüstü Genel Kurul toplantısı neticesinde, sermayesini 25.000.000 TL'den 67.000.000 TL'ye artırmıştır. Artıştan 42.000.000 TL'nin tamamı geçmiş yıl karlarından karşılanmıştır.

21.09.2020 tarihinde düzenlenen Genel Kurul toplantılarında alınan ve 01.10.2020 tarih ve 10172 sayılı Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan edilen karar ile Şirket'in sermayesi A ve B Grubu paylar olmak üzere iki pay grubuna bölünmüştür. Şirket'in 67.000.000 TL'lik sermayesi, çıkarılmış sermayenin %30'una tekabül eden 20.100.000 TL nominal değerli 20.100.000 adet A Grubu nama yazılı, %70'ine tekabül eden 46.900.000 TL nominal değerli 46.900.000 adet B Grubu hamiline yazılı paylara ayrılmıştır.

Esas Sözleşme'nin 7.maddesi uyarınca A grubu pay sahiplerinin yönetim kuruluna aday gösterme imtiyaz hakkı vardır. Yönetim Kurulunun 5 (beş) üyeden oluşması durumunda 2 yönetim kurulu üyesi; 6 (altı) veya 7 (yedi) üyeden oluşması halinde 3 (Üç) yönetim kurulu üyesi; 8 (sekiz) veya 9 (dokuz) üyeden oluşması halinde ise 4 (dört) yönetim kurulu üyesi A Grubu pay sahipleri tarafından belirlenecek adaylar arasından, Genel Kurul tarafından seçilecektir. Bunun yanında, Genel Kurul toplantılarında hazır bulunan pay sahiplerinin veya yetkililerin, her bir A grubu pay sahipleri için 5 oyu bulunmaktadır.

Şirket'in güncel ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 5: 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	20.100.000	30,00%	20.100.000	26,09%	20.100.000	26,09%
Mehmet Berat Battal Özlem Akkaya	B	42.210.000	63,00%	28.810.000	37,39%	26.810.000	34,80%
Ismail Erdogan	B	3.015.000	4,50%	3.015.000	3,91%	3.015.000	3,91%
Halka Açık Kısımları	B	1.675.000	2,50%	1.675.000	2,17%	1.675.000	2,17%
Toplam		67.000.000	100,00%	77.050.000	100,00%	77.050.000	100,00%

OYAK YATIRIM

MENKUL DEĞERLER A.S.

Adres: Marmara Mah. 1. Et. 100. No: 70

Stock Akt. No: C-0118 Stock Num: 1111111111111111

Fax: 011 310 99 Manis No: 011 305 1640 084

Büyük Mükellefi V.D: 649 003 9804

Kıymak: Şirket

C. Şirket'in Faaliyetlerinin Gelişiminde Önemli Olaylar

2012 yılında faaliyetlerine başlayan Turk İlaç, 2013 yılı itibarıyla aşı, serum, katı ve likit form tıbbi beseri ilaç üretimi konusunda yatırımlara başlamıştır.

Turk İlaç, 2015 yılında 56 milyon doz difteri tetanos yetişkin tip aşı üretimi için T.C. Sağlık Bakanlığı ile yedi yıla yaygın uzun dönem alım garantiseli bir ihale sözleşmesi imzalamıştır. Böylece, "Eriskin Tip Difteri Tetanoz Aşısı Alımı Projesi" kapsamında, yetişkin tip difteri tetanos aşısı tedarik ve teknoloji transferi yolu ile üretim ve yatırım çalışmalarına başlanmıştır. Turk İlaç, aynı yıl Dünya Sağlık Örgütü 978 numaralı Teknik Raporu'nda belirtilen koşullar doğrultusunda onaylanmış aşı üreticilerinden LG Chem Ltd.'nin Türkiye'de tam yetkili temsilciliklerini yürütmeye başlamıştır. Söz konusu anlaşma ile Sağlık Bakanlığı Bağışıklama Programı içerisinde yer alan Hepatit B aşısı ihalelerine istirak etmeye başlayan Şirket, Hepatit B aşısı için tedarikçi konumuna gelmiştir. Şirket aynı zamanda 2015 yılında onaylı aşı üretici olan BB-NCIPD LTD'nin tam yetkili temsilcisi konumuna gelirken BB-NCIPD'nin ruhsatına sahip olduğu diğer aşı ürünleri olan BCG, Difteri Tetanoz pediatrik, PPD ihalelerine istirak etmeye başlamış ve PPD test tüberkülin için tek tedarikçi konumuna gelmiştir.

Şirket, 2016 yılında CALGEVAX – BCG liyofilize toz içeren ve intravezikal uygulama yöntemi ile mesane kanseri tedavisinde kullanılan endike ampul ürünü için ruhsat almıştır. Turk İlaç, aynı dönemde T.C. Sağlık Bakanlığı Üretim Tesisi İyi İmalat Uygulamaları Sertifikası (GMP) belgesini de almıştır. Şirket, Hong Kong menşeli botox üreticisi Hugh Source International Ltd. (Lanzhou BioTechnique Development Co.) ile ruhsatlandırma çalışmalarının başlatılması için ürünün Türkiye tek yetkili temsilcisi olarak anlaşma imzalamıştır. 2016 yılında ise Şirket'in daha önce 3500 lt/saat kapasite olan serum üretim kapasitesi 10.000 lt/saat kapasitesine yükseltilmiştir.

2017 yılında Şirket'in üretimini yapmakta olduğu serum ürünlerini için devam eden ruhsatlandırma süreçlerini sona erdirirken aynı zamanda Ar-Ge çalışmaları tamamlanan 9 adet ampul ürünü için ruhsat müraacaatlarını da tamamlamıştır. Aynı yıl aşı üretimi ile ilgili olarak teknoloji transferinin birinci basamağı olan formülasyon ve dolum için tesis ve donanım yatırımı tamamlanmıştır.

Şirket, 2017-2019 yılları arasında bir yandan tesis çalışmalarını hızlandırmış diğer yandan Ar-Ge Laboratuvarlarında, aşı hücre bankası çalışmalarını eş zamanlı olarak başlatmıştır. 2018 yılında gelindiğinde Turk İlaç, tıbbi cihaz kapsamında yer alan diyaliz hastalarının tedavisinde kullanılan diyaliz solüsyonu üretim tesis yatırımı yapmış ve Hemodiyaliz ürünlerinin ruhsatlandırma sürecini tamamlamıştır.

2019 yılında tıbbi cihaz kapsamında yer alan yoğun bakım ünitelerinde kullanılmakta olan ve ülkemizde yerli imalatı bulunmayan diyaliz solüsyonu için üretim tesis yatırımı tamamlanmıştır. Turk İlaç, devam eden aşı üretimi ve seri serbest bırakma kontrollerinin yapılması için gerekli olan hayvan laboratuvarı kurulumunu tamamlamıştır.

OYAK YATIRIM
MENkul DEĞERLER A.Ş.
M.İ.T. Mah. Kocatepe Mah. 14. Yol 16. No: 15. Sıfır 78
Ankara / 0312 351 82 99 / Faks: 0312 350 40 04
E-mail: Mihalıçlar.Yatirim@Oyak.com.tr
Büyük Mihalıçlar Yatirim.0312 351 82 99

2019 yılında hücre kültürü üretimi tamamlanmış, antijenden başlayan aşı üretimine ilişkin tesis kurulumu, donanım, ana ve yardımcı unsurlar hazır hale getirilmiştir. Hücre kültürü üretimi ile biyolojik ürünler üretiminin de kapsayan yeni GMP belgesi alınmış, üretim kalite süreçlerinin uluslararası standartlarda izlenebilirliği ilkesi kapsamında Doküman Yönetimi, Değişiklik Kontrol Yönetimi, Sapma Yönetimi ve Limit Dışı Durum Yönetimini takip eden Qmex yazılım yarımı yapılarak sistem aktif olarak kullanıma açılmıştır. Laboratuvar analiz süreçlerinin uluslararası standartlarla uyumluluk ilkesine istinaden Empower ve LABX system yatırımları tamamlanarak uygulanmaya geçilmiştir. İlk yerli Difteri Tetanoz aşı imal ruhsatı alınmıştır.

Turk İlaç, aşı üretiminin 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 aşıları arasında yer alan difteri tetanoz (TD) aşısı üretimine başlanmıştır. Ar-Ge çalışmaları tamamlanan 6 adet ampul üründür için ruhsat müraacaatları tamamlanmıştır. Tüm dünyayı yakından ilgilendiren corona virüsü ile ilgili çalışmalar yürütülmekte olan Turk İlaç, dünyadaki Ar-Ge merkezleri ve üreticilerle COVID aşısının Türkiye'de üretilmesi gayesi ile görüşmelere başlamıştır.

D. Şirket Faaliyetleri

D.1. Üretim Kapasitesi

Şirket'in ana faaliyet alanı içerisinde yer alan tesislerde; sıvı, tablet, ampul, serum, diyaliz ve diyaliz solüsyonlarının seri üretimleri gerçekleştirilmektedir. Tesisler günümüzün sahip olduğu en ileri teknolojiler ile donatılmış; güncel İyi Üretim Uygulamaları (GMP) ve İyi Laboratuvar Uygulamaları (GLP) kurallarına uygun olarak tasarlanmış ve tüm üretim ekipmanlarının seçimi uluslararası normlar esas alınarak yapılmıştır.

D.2. Satışlar

D.2.1. Satışların Ürün Kategorisi Bazında Kırılımı:

Şirket'in temel iki gelir kalemini aşı ve serum satışları oluşturmaktadır. Şirket aşı satışlarının büyük bir kısmını döviz cinsinden yapmaktadır. Son dönemlerde döviz kurunda meydana gelen artış Türk Lirası cinsinden birim doz fiyatlarında artıa sebep olarak 2020 yılının ilk dokuz ayında elde edilen geliri 2019 yılının tamamında elde edilen gelir seviyesine yaklaşmıştır. Şirket'in diğer bir ana gelir kaynağı olan serum üretiminde yıllar itibarıyla satış gelirleri artmış ve Şirket serum üretimine yatırım yapmıştır. Bunun sonucu olarak da 2019 yılından itibaren ciddi satış adetlerine ulaşılmıştır.

Turk İlaç'ın 2018-2019 yılları ve 2019 yılı ile 2020 yılının ilk dokuz ayına ilişkin üretim hacimleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Buna göre Şirket, aşının üretim hacmini her dönem azaltırken serum ve diyaliz ürünlerinin üretim hacimlerini artırmaktadır. 2018 yılında 8,5 milyon doz aşı üreten Şirket, 2019 yılında 8 milyon doz üretim gerçekleştirmiştir. Şirket'in 2019 yılının ilk dokuz ayında aşı üretim miktarı 4 milyon doz olarak gerçekleşirken 2020 yılının ilk dokuz ayında 5 milyon adet olarak gerçekleşmiştir. Serum satış hacimleri ise 2018 yılında 2,6 milyon litre, 2019 yılında 8,7 milyon litre

OYAK YATIRIM
MENKİLLİ DEĞERLER A.Ş.

Ayağağa Mahallelerburgaz Çevre Mah. 15. Sok. No: 78
İzmit / Marmara Ereglisi / 15. Sokak / 78. Mah. No: 78
Tel: 0242 314 17 00
Fax: 0242 314 15 99 Məsim Nö: 0149 0035 6040 9034
Baxış Hükümlətlər V.O. 649 003 9004

seviyesinde gerçekleşmiştir. 2019 yılının Eylül ayı itibarıyla sona eren dönemde 6,2 milyon litre serum üretim hacmine ulaşan Şirket'in 2020 yıl Eylül ayı itibarıyla satış hacmi 5,8 milyon litre seviyesindedir. Türk İlaç'ın diyaliz solüsyonu satış hacimleri ise 2018 yılında 700 bin litre iken 2019 yılında 5,4 milyon litre seviyesindedir. 2019 yılının ilk dokuz ayında diyaliz solüsyonu satış miktarı 3,9 milyon litre olup, 2020 yılının ilk dokuz ayında bu miktar 6,3 milyon litre seviyesine yükselmiştir.

Tablo 6: Ürün Bazında Hacim

	2018	2019	9A19	9A20
Aşı (Doz) yıllık değişim	8.495.110	8.000.000 -6%	4.000.000	5.136.580 28%
Serum (lt) yıllık değişim	2.626.749	8.680.534 230%	6.215.560	5.794.598 -7%
Diyaliz (lt) yıllık değişim	700.432 ^(*)	5.394.979 670%	3.829.122	6.327.594 65%

Kaynak: Şirket

(*) Diyaliz solüsyonları üretimi 2018 yılının son çeyreğinde başlamış olsa, 2019 yılında tam kapasite üretmeye geçmiştir.

Türk İlaç'ın aşı, serum ve diyaliz solüsyonlarının birim fiyatları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Birim fiyatlar şirketin o segmentteki toplam cirosunun miktaralı bazda satmış olduğu toplam miktarla bölümüm ile bulunan ortalama fiyatlardır.

Tablo 7: Birim Fiyatlar

	2018	2019	9A19	9A20
Aşı (Doz-TL) yıllık değişim	10,03	11,00 9,7%	11,25	13,91 23,7%
Serum (Litre-TL) yıllık değişim	3,10	5,38 73,3%	5,08	8,79 73,0%
Diyaliz (Litre-TL) yıllık değişim	1,18	1,33 12,7%	1,08	2,06 91,2%

Kaynak: Şirket

Net satışların ürün bazlı kırılımına bakıldığında 2017 yılında aşı gelirlerinin toplam gelire %98 oranında katkı yaptığı görülmüşken, 2018 yılında serum gelirlerinin artması ile birlikte %91 seviyesine gerilediği görülmektedir. 2019 yılında serum satışlarından elde edilen gelirin tüm gelirlere oranı %40,7 seviyesine yükselirken aşı gelirleri %58,4 seviyesinde kalmıştır. 2019 yılının ilk dokuz ayında aşı ve serum gelirleri yarı yarıya gerçekleşmiştir, 2020 yılında diyaliz solüsyonları net satışlara %7'lük bir oranda katkı yapmıştır. Aşı gelirleri 2019 yılının ilk dokuz ayında 45,7 milyon TL seviyesinde iken 2020 yılının ilk dokuz ayında 81,8 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Serum gelirleri ise 2019 yılının ilk dokuz ayında 44,3 milyon TL seviyesinde iken 2020 yılının ilk dokuz ayında 66,1 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER İKTİS. A.Ş.
Annesi Mh. Kemerburgaz Cd. Vakıf İstanbul Mah. 78
No: Apt. No: 7C/1. 18 Şenler İst. Tel: 0212 211 12 00
Fax: 0212 211 15 31 Meraş No: 0649 0239 6040 1034
E-mail: *[Signature]* www.menkuldegerler.com.tr
Maliyetler Y.D. 449 203 9604

Tablo 8: Net Satışların Ürün Bazlı Kırılımı

Net Satışlar (TL)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	9A2019	9A2020
Aşı Gelirleri	51.941.039	88.611.868	88.905.583	45.564.575	81.835.739
Serum Gelirleri	208.510	8.153.440	61.878.169	44.325.323	66.056.953
Ticari Mal Satışından Gelirler	-	1.864.290	541.623	1.117.370	12.272.499
Hizmet Geliri	-	632.150	4.075.134	3.650.133	425.000
Diyaliz Malzemeleri Geliri	-	829.271	7.197.788	4.118.950	13.012.916
Diğer Gelirler	706.010	852.162	5.615.839	3.157.704	3.153.777
Satıştan İadeler (-)	-2.787	-256.406	-15.191.845	-12.738.108	-17.362.398
Satıştan İskontolar (-)	-	-3.389.431	-901.802	-574.956	-3.795.197
Net Satışlar	52.852.772	97.297.344	152.120.489	88.620.991	155.599.289

Kaynak: Şirket, Bağışları: Denetim Raporları

D.2.2. Faaliyet Gösterilen Pazarlar

Turk İlaç'ın ana faaliyet konusu beseri ilaç ve aşı üretimi olup, Türkiye'nin özel teşebbüs olarak ilk ve tek aşı üretim tesisi Şirket tarafından kurulmuştur. Tesisler gönülümüzün sahip olduğu en ileri teknolojiler ile donatılmış; güncel İyi Üretim Uygulamaları (GMP) ve İyi Laboratuvar Uygulamaları (GLP) kurallarına uygun olarak tasarlanmış ve tüm üretim ekipmanlarının seçimi uluslararası normlar esas alınarak yapılmıştır.

Turk İlaç, Türkiye'ye daha önce ithal edilen, ancak son dönemlerde yüksek hacimli sıvı olması sebebi ile iç pazarda bulunamayan yoğun bakım tedavisinde kritik diyaliz solüsyon üretimi gerçekleştirmiştir ve belgelendirmiştir. Ayrıca, aşı imal ruhsatına sahip olan Şirket, aşı üretimi konusunda sahip olduğu teknoloji transferi deneyimini benzer aşıların üretimi için kullanabilme kabiliyeti ve tecrübe sine sahiptir.

i. Serum Ürünleri Pazarı:

Serum ürünlerde üretim kapasite hacmi konusunda lider olan Şirket, yıllar süren Ar-Ge çalışmaları neticesinde daha önce Avrupa'dan ithal edilmekte olan bu serum filmi Battal Holding bünyesinde bulunan Turkplast tesislerinde üretilmeye başlanmıştır. Bu avantaj, yerli üretim ithal girdi maliyetlerinin indirgenmesi ve aynı zamanda büyük ölçüde lojistik yönünden fayda, nakit ve vakit tasarrufu sağlamaktadır.

ii. Biyolojik Ürünler Pazarı:

Turk İlaç, yerli üretimde antijenden bitmiş ürüne ilk onaylı aşı (TD) üreticisi konumundadır. Biyolojik ürün üretiminde deneyimli personel kadrosu barındırarak teknoloji transferi tamamlama deneyimi (know-how) ve biyolojik ürünlerin üretim, depolama ve dağıtımında Avrupa'da yerleşik uluslararası standartlarda üretim yapan Dünya Sağlık Örgütü onaylı tedarikçileri ile uluslararası iş birliği deneyimleri kazanmaktadır.

OYAK YATIRIM
MENKU DEGERLER A.S.
Adres: M. Kemal Burçak Cd. Vakıfbeyazıt Mah. 54/7B
İzmir Adası: 70240 18.Şenyarım 51.İzmir 31130 00 10
Fax: +90 232 455 99 99 Mersis No: 0247 0039 5540 0034
Büyük Mukellefler VO: 649 003 9504

D.2.3. Satış ve Dağıtım:

Turk İlaç, ürünlerinin dağıtımını raftan rafa yerleştirme hizmeti veren sağlık sektöründe deneyimli lojistik firmaları ile gerçekleştirmektedir. Turk İlaç'ın faaliyet gösterdiği pazarda satış dağılımı nüfus yoğunluğuna göre değişkenlik göstermekte olup, Şirket'in satışları pazar hacmi bakımından İç Anadolu Bölgesi'ne yoğunlaşmaktadır. Mevcut nüfus ve hastane sayısının yüksek olması sebebiyle, satışların %30,23'lük kısmının Marmara Bölgesi'nde gerçekleşmekte olduğu görülmektedir. Bu bölgeyi %19,35 ile İç Anadolu takip etmekte ve diğer bölgelerdeki satışlarda da nüfusa oranlı homojen bir dağılım gerçekleşmektedir. 2019 yılı ve 2020 yılı dokuz aylık dönem kapsayan serum ihalelerinin bölgelere göre satış miktarları ve yüzdesel dağılımı aşağıdaki gibidir:

Tablo 9: Serumların Bölgelere Göre Satış Miktarları

01.01.2019 - 30.09.2020 Tarihleri Arası Bölgelere Göre Satış Miktarları (Litre)				
COĞRAFİ BÖLGE	2019 Yılı (Lt)	2020 Yılı (Lt)	Genel Toplam (Lt)	Dağılım Oranı (%)
Akdeniz	64.968	144.433	209.401	2,51%
Doğu Anadolu	151.419	336.627	488.046	5,85%
Ege	385.148	856.241	1.241.388	14,88%
Güney Doğu Anadolu	294.555	654.840	949.395	11,38%
İç Anadolu	500.847	1.113.458	1.614.306	19,35%
Karadeniz	408.960	909.180	1.318.141	15,80%
Marmara	782.460	1.739.527	2.521.987	30,23%
GENEL TOPLAM	2.588.358	5.754.307	8.342.664	100,00%

Turk İlaç'ın 2019 ve 2020 yıllarına ilişkin diyaliz solüsyonu ihalelerinin bölgelere göre satış dağılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 10: Diyaliz Solüsyonu Alınan İhalelerin Coğrafi Dağılımı

Coğrafi Bölge	2019		2020 9 Aylık	
	Miktar (Lt)	Oran (%)	Miktar (Lt)	Oran (%)
Akdeniz	382.500	26,25%	355.050	5,61%
Doğu Anadolu	14.250	0,98%	113.060	1,79%
Ege Bölgesi	54.050	3,71%	621.320	9,82%
İç Anadolu	472.385	32,41%	2.743.434	43,36%
Karadeniz	299.800	20,57%	1.415.360	22,37%
Marmara	234.430	16,09%	1.079.370	17,06%
Toplam	1.457.415	100,00%	6.327.594	100,00%

Kaynak: Şirket

Şirket'in diyaliz solüsyonu segmentinde en çok satış yaptığı ilk 5 şehir aşağıdaki tabloda yer almaktadır. 2019 yılında diyaliz solüsyonunda gerçekleşen 5.394.979 litrelik satış miktarının 1.457.415 litrelik kısmı kamu ihaleleri kapsamında yapılan satışlardan oluşmaktadır.


 MENHIL DEĞERLER A.Ş.
 Ayazağa Mah. Güvenburgel Cd. Vakıfbeyli Mah. 57/7B
 Bosphorus Mah. 16 Şenyeri/İST Tel: 0212 375 2 000
 Fax: 0212 351 05 99 Mersis No: 000 0039 0040 0034
 Müraciye Mikrotelefon V.D. 849 003 9694

Tablo 11: Diyaliz Solüsyonu Alman İhalelerin Coğrafi Dağılımı

İl	2019		İl	2020 9 Aylık	
	Bölge	Miktar (Lt)		Bölge	Miktar (Lt)
Antalya	Akdeniz	366.000	Bursa	Marmara	874.540
Konya	İç Anadolu	218.880	Çorum	Karadeniz	558.660
Bursa	Marmara	179.910	Konya	İç Anadolu	529.776
Çorum	Karadeniz	145.450	Samsun	Karadeniz	515.350
Yozgat	İç Anadolu	97.855	Yozgat	İç Anadolu	514.913
Düğer		449.320	Düğer		3.334.355
TOPLAM		1.457.415	TOPLAM		6.327.594

Kaynak: Şirket

D.2.4. Geliştirme sürecinde önemli nitelikte ürün ve hizmetler:

Halk Sağlığı Genel Müdürlüğü tarafından çocukluk dönemi aşı takvimine göre rutin aşı uygulaması yapılmaktadır. Bunlar; Hepatit B (Pediyatrik) Aşısı, Hepatit A (Pediyatrik) Aşısı, BCG, KPA (Konjilge Pnömokok Aşısı), 4'lü Karma (DaBT-IPA) Aşısı, 5li Karma (DaBT-IPA-Hib) Aşısı, Bivalan OPA (Oral Polio Aşısı), Su Çiçeği, KKK (Kızamık, Kızamıkçık, Kabakulak) ve Difteri Tetanoz (pediyatrik) aşılarıdır. Bunların dışında Kuduz Aşısı, PPD Solüsyonu, At Kaynaklı Kuduz Antiserumu, At Kaynaklı Tetanoz Antiserumu, İnsan Kaynaklı Kuduz Antiserumu, İnsan Kaynaklı Tetanoz Antiserumu, Yılan Antiserumu, Mevsimsel İnfluenza Aşısı (Grip), Hepatit B (Erişkin) Aşısı da uygulanmaktadır.

Aşı bağışıklama programı bütçesi için önemli bir konu olan beşli karma, difteri tetanoz, aselüler boğmaca aşılarının üretim çalışmalarına bağlı olarak geliştirme çalışmaları devam etmektedir.

Bunun yanı sıra tüm dünya için önem arz eden yılan, akrep, difteri, tetanoz anti serumlarının üretimi için de Ankara-Kalecik ilçesinde tesis edilen anti-sera at çiftliğinde bahse konu serumların üretimine başlamak üzere harekete geçilmiştir. Sadece ülkemize özgü bir değer olan Androctonus Crassicauda ve Leiurus Abdullah Bayramı Akrep Venomları bu çalışmalar kapsamında Şirket'in kültür bankasında yer almaktadır.

Yerlileşme açısından; Hepatit B yüzey antijenini içeren ilgili proje için formülasyon aşamasından dolum aşamasına kadar yapılan tüm testler için gerekli analitik çalışmalar yapılması planlanmaktadır. Bu çalışmaların içerisinde hayvan testleri ile birlikte fiziksel ve kimyasal testler de beraberinde yapılmaktadır.

Ek olarak, tüm dünya için tehdit olan COVID-19 ile mücadele kapsamında, antiviral aktiviteye sahip Venom Peptidler kullanılarak zehrin şifasına tanıklık etmek üzere yola çıkmıştır.

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Büro: 1. Ph. Kozyetihisar Mah. Constanta Park Sk: 7B
 Blok Aşır, No: 101 Kat: 18 Şenval-İST. Tel: +90 219 12 00
 Faks: +90 219 12 00 53 05 92 Mera: 0544 2039 0140 0134
 Posta Nükleüller V.D. 649 013 9104

D.3. Kovid-19 Etkisi

11 Mart 2020 tarihinde Dünya Sağlık Örgütü tarafından pandemi ilan edilen Koronavirüs (COVID-19) salgını, küresel seviyede tedarik, üretim ve talep üzerinde etkiler göstermiş ve birçok sektörü doğrudan etkilemiştir.

Salgın, İlaç ve Sağlık endüstrisinin önemini ortaya çıkarmış, dünya genelinde olduğu gibi ülkemizde aşılanma bilincinin artmasında önemli rol oynamıştır. Ülkeler ilaç ve aşı üretim kabiliyetinin ne kadar önemli olduğunu farkına varmıştır. Ülkemizde de yerli aşı geliştirme çabaları hızlanmış ve aşılardan ülkemizde üretilmesi yönündeki çabalar ön plana çıkmıştır. Şirket, sahip olduğu altyapı ve aşı üretme tecrübe ve kapasitesiyle takip eden süreçte de muhtelif aşıların ülkemizde üretilmekte olması gayesini taşımaktadır. Salgın, ayrıca, tedavi edici, önleyici ilaç, hasta bakımı ve yoğun bakım ürünlerine olan talebi artırmıştır.

4. Sektör Hakkında Bilgi

A. Global Sektör Görünümü

Artan dünya nüfusu ve uzayan insan ömrü ile beraber ilaç sektörüne olan talep her geçen gün artmaktadır. Bilim ve teknolojideki gelişmeler sayesinde ilaç sektörü sürekli olarak ilerleme kaydederken, yeni keşiflerle sektörün daha da gelişim gösterebileceği tahmin edilmektedir.

İlaç sektörü gözetim ve denetim süreçlerinin uzun dönemleri kapsaması nedeniyle yeni ürünlerin tüketicilere sunulma sürecinin diğer sektörlerle kıyasla oldukça uzun olduğu bir sektör olup sektörde laboratuvar ve Ar-Ge süreçleri büyük harcamalar gerektirmektedir.

2018 yılında dünya genelinde ilaç endüstrisindeki harcamalar 1,2 trilyon dolara ulaşırken, 2019'da bu tutar %5 oranında artışla 1,3 trilyon dolar olmuştur (OECD). Sektörün 2020-2023 yıllarını kapsayan 3 yıllık bir dönemde 1,5 trilyon dolar büyülüğe ulaşması beklenmektedir (Kaynak: *KPMG Dünya'da İlaç Sektörü Raporu*).

Grafik 1: Küresel İlaç Pazarı ve Büyüme Tahminleri



Kaynak: *KPMG Dünya'da İlaç Sektörü Raporu*, 2020

MENÜMÜL DEĞERLER A.Ş.
Yıldızlı Mah. Marmariburgaz Cd. No:100/14545/51/78
İsk. Adı: NFTC Kat:18 Sarıyer/İST. Tel: 0212 313 12 09
Faks: 0212 313 05 99. Nefes No: 0649 0039 6140 0034
Takip Numarası: 0649 003 9604

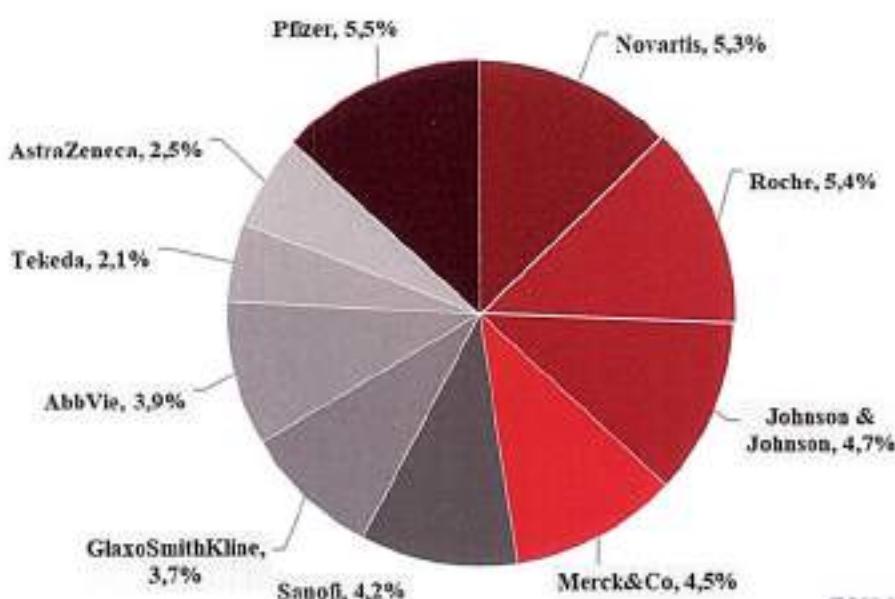
2018 yılsonu verilerine göre dünya genelinde tedavi alanı baz alınarak yapılan ayrımda ilaç satışlarında 124 milyar dolar ile en büyük payı onkoloji ilaçları alırken onu 49 milyar dolar ile anti-diyabet ilaçları takip etmektedir. Anti-romatizmal ilaçlar 58 milyar dolar ile üçüncü sırada yer alırken aşilar ise 31 milyar dolar ile dördüncü sırada yer almaktadır.

2018 verilerine göre Pfizer, %5,5 pazar payı ile dünyada reçeteli ilaç satışlarında pazar lideri konumundadır. %5,3 ile Pfizer'i takip eden Novartis'in önumüzdeki dönemlerde satışlarını artırarak Pfizer ile daha yakın rekabet içine gireceği tahmin edilmektedir.

2018 yılsonu itibarıyle dünyada ilaç üretiminin %48'i Kuzey Amerika'da gerçekleştirilirken %22'si Avrupa ülkelerinde gerçekleştirilmektedir. Brezilya, Hindistan, Rusya ve Çin gibi gelişmekte olan ülkeler de pazar paylarını her geçen yıl artırmaktadır.

Son yıllarda Dünyada biyoteknolojik ürünlerde doğru yönelik görülmekte olup, sentez kimyasıyla üretilen ürünlerin ilaç pazarındaki payı azalmaktadır. Ülkemizin de bu trende uygun olarak biyoteknolojik ürünlerde yönelik büyük önem arz etmektedir. Türkiye biyoteknolojik ilaç pazarı 2018'de 5,4 Milyar TL'ye ulaşmış olup bu rakam toplam reçeteli ilaç pazarının yaklaşık %17'sine tekabül etmektedir. Biyoteknolojik ilaçların toplam reçeteli ilaç pazarı içindeki payı, dünyadaki eğilime benzer şekilde giderek artmaktadır. Aynı yıl, toplam biyobenzer ilaç pazarı ise bir önceki yıla göre %48 artış göstererek yaklaşık 282 Milyon TL olmuştur (Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı, 2019).

Grafik 2: Dünya'daki İlaç Şirketleri ve Pazar Payları (%)



Kaynak: KPMG Dünya'da İlaç Sektörü Raporu, 2020

MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Ayazağa Mah. Kenan Turgut Cad. 1. No: 70
 Blok Apt. No: 7/1 D: 15. Sırayon: T. Tel: 0212 317 12 00
 Fax: 0212 317 01 91. Mersis No: 0547 0039 6040 0034
 E-mail: menkuldegervali@menkuldegervali.com.tr
 Genel Mükellefler V.D. 649 203 9604

B. Yurt İçi Pazar Görünümü

Sağlık harcamaları Türkiye'de 2019 yılsonu verilerine göre Gayri Safi Yurt İçi Hasılanın (GSYİH) yaklaşık %4,7'sini oluşturmaktadır. Avrupa'da ise bu oran %8,8 düzeyindedir (TÜİK ve OECD). 2019 yılında toplam sağlık harcaması bir önceki yıla oranla %21,7 artarak 201 milyar TL'ye yükselmiştir. Söz konusu harcamalar içerisinde 156,9 milyar TL ile genel devlet harcamaları %78 pay alırken, 44,2 milyar TL ile özel sektör sağlık harcamaları %22 pay almaktadır.

Grafik 3: Toplam Sağlık Harcamaları ve GSYİH



Kaynak: TÜİK

Sağlık sektörünün büyütme dinamiklerini oluşturan en önemli etkenlerden bir tanesi nüfus artışıdır. Genç ve dinamik bir nüfusa sahip ülkemizde de her yıl istikrarlı bir şekilde nüfus artmaktadır. 2019 yılında Türkiye'de ilaç pazarı 40,7 milyar TL'lik bir hacme ulaşırken kutu ölçüğünde ise 2,37 milyara ulaşmıştır. Referans ilaç pazarı ise, 2019 yılında 27 milyar TL'ye ulaşmıştır. Kutu ölçüğünde ise 0,92 milyar kutu satış gerçekleşmiştir. Eşdeğer ilaç pazarı ise aynı dönemde değerinde 13,7 milyar TL'ye kutu ölçüğünde ise 1,44 milyar hacme ulaşmıştır (IQVIA, İEIS).

2010-2019 yılları arasındaki 10 yıllık dönemde ilaç pazarının 2010 yılındaki 13,39 milyar TL düzeyinden %204 oranında artısla 2019 yılında 40,7 milyar TL düzeye ulaştığı görülmektedir. Bu büyütme, bileşik bazda yıllık (CAGR) %12 düzeyinde bir artış ifade etmektedir. Hacim ölçüğünde bakıldığına ilaç pazarı, 2010 yılında 1,62 milyar kutudan %50 artışla 2019 yılında 2,40 milyar kutuya ulaşmıştır. Bu artış, bileşik bazda yıllık (CAGR) %4,1 düzeyindedir.

Türk ilaç sektörü, yüksek katma değerli bir pazar olması ve ileri teknolojiye sahip üretim yapısıyla dünya genelinde rekabet etmeye çalışan bir sektör olarak karşımıza çıkmaktadır.

İlaç Endüstrisi İşverenler Sendikası ("İESS") tarafından son yayınlanan 2018 yılı İlaç Raporu'na göre 2010 yılında ilaç sektöründe toplamda 441 firma faaliyet gösteriyorken 2018 yılında ilaç sektöründeki firma sayısı 488'e ulaşmıştır. 2010 yılında sektörde faaliyet gösteren 441 firmanın 109 tanesi çok uluslu firma iken 2018 yılında çok uluslu firma sayısı 130'a ulaşmıştır. Bununla birlikte 2018 yılında 26 yerli firma pazara girmiştir ve yerli firma sayısı 358'e ulaşmıştır.

MENKLÜ DEĞERLER A.Ş.
 İsmi: 95. Üniverburo Göz Hastanesi İstanbul SK: 78
 Dok. No: 77.01.16 Seri: 33 Tel: 0212 221 12 00
 İmza: 0212 221 12 00 Mersis: 00 0044 00 0040 0004
 Büyük Hükümler VD: 649 003 904

B.1. İlaç Türleri

i. Referans-Eşdeğer İlaçlar

Eşdeğer İlaçlar: referans ilaçlarla aynı özelliklere sahip olduğu, dolayısıyla, hasta üzerinde aynı tedaviyi sağladığı bilimsel çalışmalarla kanıtlanan ve referans ilaçların koruma süreleri bittikten sonra satışa sunulan ürünlerdir. Bir eşdeğer ilaç, referansıyla aynı etkinlik, kalite ve güvenilirliktedir.

Referans İlaçlar: İnovatör firma tarafından geliştirilerek patent koruması altında pazaraya verilen ilk üründür. Koruma süreleri bittikten sonra bu ürünler referans alınarak eşdeğer ilaçlar üretilir.

2020 yılı ilk 9 ayı itibarıyla referans ilaçların satışı değerde %20,1 büyümeye ile 23,6 milyar TL'ye ulaşmıştır. Hacimde ise %5,1 azalma ile 0,66 milyar kutu satışı gerçekleşmiştir.

2020 yılı ilk 9 ayında eşdeğer ilaçların satışı ise %1,9 artış oranı ile 11,1 milyar TL'ye ulaşmış, hacim ölçüğünde ise %8,5 azalma ile 0,96 milyar kutu seviyesinde gerçekleşmiştir.

Ortalama fiyat seviyesi incelendiğinde 2020 yılı ilk 9 ayında referans ilaçların kutu başına düşen fiyatı yaklaşık 35,9 TL iken, eşdeğer ilaçların ise 11,5 TL olmuştur.

Tablo 12: 2019/09 ve 2020/09 Dönemi Türkiye Referans ve Eşdeğer İlaç Satışları

	9 Aylık Toplam Değer (milyar TL)			9 Aylık Toplam Hacim (milyar kutu)			Ortalama Fiyat (TL)		
	2019	2020	Değişim	2019	2020	Değişim	2019	2020	Değişim
Referans	19,6	23,6	20,1%	0,69	0,66	-5,1%	28,4	35,9	27%
Eşdeğer	9,9	11,1	1,9%	1,05	0,96	-8,5%	9,4	11,5	22%

Kaynak: İlaç Endüstrisi İşverenler Sendikası, IEIS

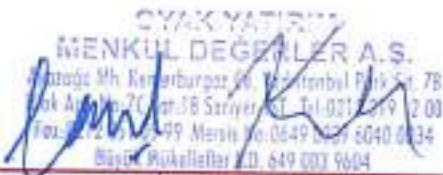
ii. İthal-İmal İlaçlar

İthal ilaçlar ve imal ilaçlarda hacim açısından pazarın 2019 yılının ilk dokuz ayında %4, 2020 yılının ilk dokuz ayında %7,5 küçüldüğü görülmektedir. Değer ölçüğünde ise 2020 yıl ilk 9 ayında ithal ilaçlarda %22,2 artışla 16,9 milyar TL, imal ilaçlarda ise %13,1 artışla 17,7 milyar TL satış gerçekleşmiştir. 2020 yılının ilk dokuz ayında ortalama fiyat seviyesi incelendiğinde ise ithal ilaçların kutu başına düşen ortalama fiyatı 87,6 TL iken, imal ilaçlarda 12,4 TL olduğu görülmektedir.

Tablo 13: 2019/09 ve 2020/09 Dönemi Türkiye İthal ve İmal İlaç Satışları

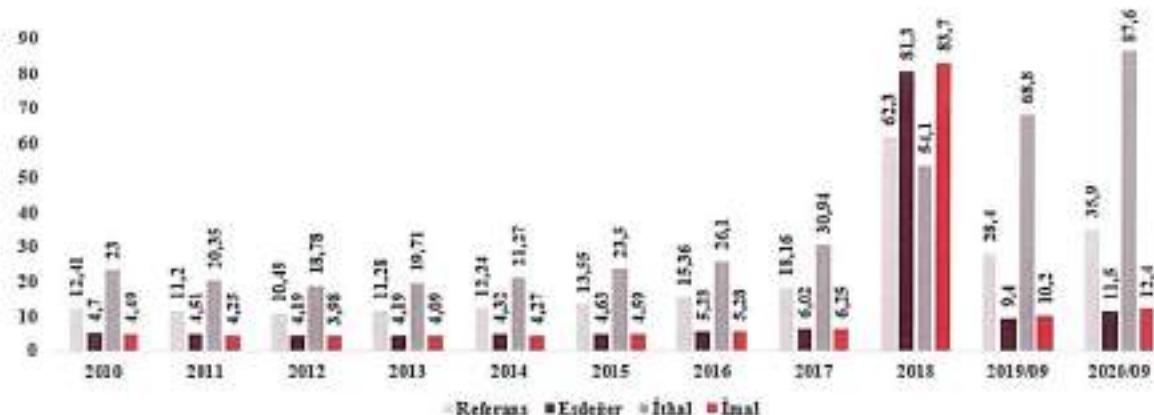
	9 Aylık Toplam Değer (milyar TL)			9 Aylık Toplam Hacim (milyar kutu)			Ortalama Fiyat (TL)		
	2019	2020	Değişim	2019	2020	Değişim	2019	2020	Değişim
İthal	13,8	16,9	22,2%	0,20	0,19	-4,0%	68,8	87,6	27,2%
İmal	15,7	17,7	13,1%	1,54	1,43	-7,5%	10,2	12,4	22,3%

Kaynak: İlaç Endüstrisi İşverenler Sendikası, IEIS


OYAK YATIRIM
MENKÜL DEĞERLER A.S.
 İstinye Mah. Kemerburgaz 26, 34360 İstanbul / Tel: 0212 319 2 000
 Fax: 0212 319 2 001 Mersin: 0324 2 049 000 034
 Bayilik Bürolar: Z.D. 649 003 9604

Aşağıdaki grafikte 2010-2020 yılları ile 2019/09 ve 2020/09 dönemine ilişkin ürün bazında ortalama fiyatlar yer almaktadır. 2018 yılında ilaç fiyatlarını belirleyen kurun %15 artması ile birlikte iskontosuz türnlere %2,5 oranında zam yapılması, iskontolu türnlere ise %2,5 oranında fiyat artışı yapılması ortalama fiyatları yükseltmiştir.

Grafik 4: Türkiye İlaç Pazarı Ortalama Fiyatlar (2010-2020/09)



Kaynak: İlaç Endüstrisi İplereleri Senfikası, IEIS

iii. Biyoteknolojik İlaçlar

Biyoteknolojik ilaçlar canlı sistem ve organizmalar kullanılarak üretilen ilaçlardır. Biyoteknolojik ilaçların geliştirilmesi ve üretilmesi önemli bir inovasyon, teknolojik birikim ve yatırım gerektirmektedir.

Referans Biyoteknolojik İlaç: İnovatör firma tarafından pazaraya sunulan ilk biyoteknolojik ilaçtır.

Biyobenzer İlaç: Referans biyoteknolojik türnlere kıyasla kaliteleri, etkiliilikleri ve güvenililikleri açısından yüksek benzerlik göstererek onaylanan ilaçlardır.

Türkiye biyoteknolojik ilaç pazarı toplamda 139 marka altında 342 form ilaçtan oluşmaktadır. Söz konusu ilaçların 114 marka altında 256 formu referans biyoteknolojik ve 25 marka altında 86 formu biyobenzer ilaçlardan oluşmaktadır.

Tablo 14: 2019/09 ve 2020/09 Dönemi Türkiye Biyoteknolojik İlaç Satışları

	9 Aylık Toplam Değer (milyon TL)			9 Aylık Toplam Hacim (milyon kutu)			Ortalama Fiyat (TL)		
	2019	2020	Değişim	2019	2020	Değişim	2019	2020	Değişim
Referans	4.569,9	5.542,1	21,3%	14,7	16,8	14,0%	310,1	329,8	6,4%
Biyobenzer	437,3	638,4	46,0%	6,9	7,5	8,9%	63,4	85,0	34,1%

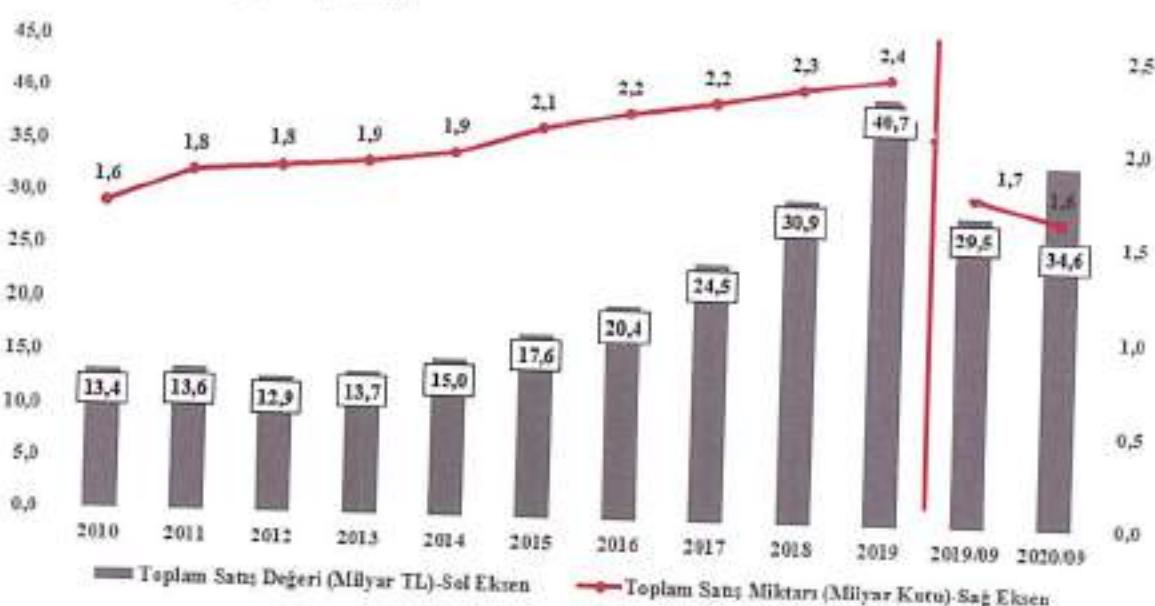
Kaynak: İlaç Endüstrisi İplereleri Senfikası, IEIS

iv. Pazara Yeni Giren Ürünler

IEIS verilerine göre 2020 yılının ilk 9 ayında toplam 225 adet ilaç pazaraya girmiştir olup 704 milyon TL ile sektörde 2,4 puanlık bir artış sağlamıştır. Pazaraya yeni sunulan ilaçlar içinde

adet bazında en fazla paya sahip olan tedavi grubu sinir sistemi ilaçları olmuştu. 35 adet sinir sistemi, 33 adet antibiyotik, 19 adet onkoloji, 16 adet soğuk algınlığı, öksürük, 16 adet antiromatizmal ve 14 adet kardiyovasküler grubuna ait ilaç pazara girmiştir. Pazara yeni giren 25 adet referans ürünün tamamı kimyasal olup 20 ürün ithal, 5 ürün ise imaldır. Referans ürünlerden 24'ünün eşdeğeri bulunmamaktadır. Pazara yeni giren eşdeğeri ilaçlar ise 200 adet olup, bu ilaçların 3 tanesi biyobenzer ilaçlardır. 200 adet eşdeğeri ilaçın ise yalnızca 12 adeti ithal ürün sınıflıdır.

Grafik 5: Türkiye İlaç Pazarı



Kaynak: İlaç Endüstrisi İşverenler Sondakası, İEIS

İESS verilere göre Türkiye ilaç pazarı 2,37 milyar kutu hacme ve 40,7 milyar TL büyüklüğe ulaşmıştır. Eşdeğer ilaç pazarı ise 2019 yılında 0,92 milyar kutu ile 27 milyar TL büyüklüğe ulaşmıştır.

Türkiye'de ilaç sektörünün dış ticaret hacmi 6 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. Türkiye'nin ilaç ihracatı ise 2019 yılında 1,3 milyar seviyesine yükselmiştir. Türkiye'nin toplam ihracatında ilaç sektörünün payı %0,8 iken ithalatta bu oran %2,4 seviyesindedir.

Grafik 6: Türkiye İlaç Dış Ticaret Verileri



Kaynak: İlaç Endüstrisi İşverenler Sondakası, İEIS

DYAK YATIRIM

MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Azizpa Mah. Hacıbeyoglu 2. Mah. 10. Sok. No: 7B

İzmir / Tel: 0232 330 12 00

Fax: 0232 330 12 99 Mersin: 0324 0649 0137 (0444) 003 0034

Büyük Mekelleler V.D. 049 003 9604

2019 yılında yerli ilaç üretimi 2010'dan beri ilk defa ithal ilaç payını geçmiştir. İlaç sektöründe dâhilinde ithal ürünler 2019'da değerde 19,5 milyar TL, kutuda ise 0,29 milyar hacimle kapamıştır. Yurt içinde üretilen ilaçlar ise 2019'da 21,2 milyar TL'ye ve 2,07 milyar kutu satışına ulaşmıştır (IQVIA, IEIS). Bu ayrışmada ithal ürünlerin fiyatlarının daha hızlı artmasının yanında yerli imal ürünlerle yönelik motivasyonun etkili olduğu görülmektedir.

Turk İlaç sektörünün son dönemdeki ilgisi biyoteknolojik ilaçlara yönelmiştir. Biyoteknolojik ilaçlar Türkiye'nin ithal ettiği ilaçların %47'sini oluşturmaktı ve öümüzdeki dönemlerde ruhsatlandırmanın da başlamasıyla birlikte hızla büyüyen bir alan olması beklenmektedir.

Turk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş. 80.000 m² kapalı üretim alanında tıbbi beseri ilaç üretimi, biyolojik ürün, aşı ve tıbbi cihaz grubu solüsyonları üretmektedir. T.C. Sağlık Bakanlığı bulaşıcı hastalıklar bağışıklama programının stratejik ortağı ve ana tedarikçi olarak Şirket, biyolojik ürünlerde Türkiye'de yerlileşme kapsamında uzun dönem alım garantisini ile teşvik edilmiştir. Yerli difteri tetanoz aşısı üretiminin başarı ile gerçekleşmiştir. Turk İlaç, sahip olduğu beslenme serumu üretim hatları ile Türkiye'de toplam 810 kamu hastanesine, yıllık 120 milyon serum torba kapasite (28 milyon Litre) ile hizmet vermektedir.

Turk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş., her yıl milyonlarda TL bütçe ayrılan aşı gibi stratejik öneme haiz bir konuda yatırım yaparak; aselüler boğmaca (boğmaca aşı), hepatit B (HepB) ve beşli karma (DBT) aşılarının yerli üretimi konusunda teknoloji transferi anlaşma süreçlerini tamamlamıştır. Bu bağlamda, gerek ülkemize döviz kazandırıcı faaliyetler kapsamında gerekse stratejik ürünlerde dışa bağımlılığa son vermek amacıyla faaliyetlerini sürdürmektedir.

Turk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş., T.C. Sağlık Bakanlığı Türkiye Halk Sağlık Kurumu Bulaşıcı Hastalık Kontrol Programları Başkan Yardımcılığı ile imzalanan 2015/45963 İKN numaralı Mal Alımına Ait Sözleşme kapsamında okul aşıları Bağışıklama Programı kapsamında ihtiyaç duyulan okul aşıları için aşı tedarikçi olarak hizmet vermektedir. Devam eden aşı üretimlerinin yanında Şirket tablet kapsül üretim tesisi ile kendi imal ruhsatına sahip olduğu ürünler ile sektörde faaliyet göstermektedir.

Turk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş. Üretim tesisi bulunmayan yerli yabancı birçok ruhsat sahibi firmalar ile ilaçta yerlileşme çalışmalarına hizmet etmek üzere donanımlı laboratuvarlarda AR-GE hizmeti vermekte ve fason üretimler yapmaktadır. Şirket, 120 milyon adet/yıl kapasiteli beslenme serumu üretim kapasitesine sahip olup, ülkenin serum ihtiyacının %37'sini GMP standartlarına ilişkin en son teknolojileri kullanarak üretim tesinine sağlamaktadır.

Turk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş. Türkiye'de sayıları giderek artan diyaliz merkezlerinin temel ihtiyacı olan diyaliz solüsyonlarını üreterek, 34 milyon litre/yıl kapasite ile gerek ülke ihtiyacına gerekse ihracata yönelik çalışmaktadır. Türkiye'de yerli üretimi olmayan, sadece ithal edilmek sureti ile kullanıma sunulan yoğun bakım ünitelerinin kritik ihtiyacı olan ve anestezî aşamasındaki hastalarda kullanılan diyaliz solüsyon üretimi için yatırım ve belgelendirme sürecini 18.06.2019 tarihinde tamamlayan Şirket, üretime başlamış ve halkın kullanımına sunmuştur. Ayrıca, aşı konusunda imal ruhsatına sahip olan ve üretim

tesisinde yıllık 30 milyon doz Difteri Tetanoz aşısı üretim kapasitesine sahip olan Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş., Difteri Tetanoz aşısı üretimi kapsamında ülke ihtiyacı olan 8 milyon dozun tamamını karşılamaktadır ve Türkiye'de %15 yerli imalat rekabet avantajına sahiptir.

5. Finansallar Hakkında Bilgiler

A. Gelir Tablosu

31.12.2017, 31.12.2018, 31.12.2019 yılları ile 30.09.2019 ve 30.09.2020 ara dönem özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu aşağıdadır.

Tablo 15: Gelir tablosu

KAR veya ZARAR TABLOSU (TL)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	9A2019	9A2020
Net Satışlar	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	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
ESAS FAALİYET KARI /ZARARI	15.920.118	35.661.397	44.712.468	14.415.318	55.351.649
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	1.065.556	2.838.889	2.838.889	2.129.167	7.746.666
TFRS 9 Uyarınca Belirtilen Değ. Dış. Kazançları (Zararları)	-952	-127.890	-478.832	-430.642	-280.925
FINANSMAN ÖNCESİ FAALİYET KARI/ZARARI	16.984.722	38.371.396	47.072.525	16.113.843	62.817.390
Finansman Giderleri	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
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI	8.952.114	14.514.064	17.489.622	-3.515.688	39.809.175
Südürülen faaliyetler vergi gelir/gideri	-625.985	-120.097	-4.007.471	-1.791.627	-6.794.781
- Dönem vergi gelir/gideri	-592.032	-729.741	-	-	-818.210
- Ertelenmiş vergi gelir/gideri	-33.953	609.644	-4.007.471	-1.791.627	-5.976.571
DÖNEM KARI/ZARARI	8.326.129	14.393.967	13.482.151	-5.307.315	33.014.394

Kıymak Şirket, Bağımsız Denetim Raporları


M. KENAN EGE
 M. Kenan Ege, M.S. 1978
 İstinye Mah. 7. Kat. 8 Sarıyer - 34310
 İstanb. / Tel: 0212 350 01 00 / Mobil No: 0539 0039 004
 Büyükl. Müh. M. 0539 0039 004

Net Satışlar

Tablo 16: Net Satışların Ürün Bazlı Dağılımı

Net Satışlar (TL)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	9A2019	9A2020
Aşı Gelirleri	51.941.039	88.611.868	88.905.583	45.564.575	81.835.739
Serum Gelirleri	208.510	8.153.440	61.878.169	44.325.323	66.056.953
Diyaliz Malzemeleri Geliri	-	829.271	7.197.788	4.118.950	13.012.916
Ticari Mal Satışından Gelirler	-	1.864.290	541.623	1.117.370	12.272.499
Hizmet Geliri	-	632.150	4.075.134	3.650.133	425.000
Diğer Gelirler	706.010	852.162	5.615.839	3.157.704	3.153.777
Satıştan İadeler (-)	-2.787	-256.406	-15.191.845	-12.738.108	-17.362.398
Satıştan İskontolar (-)	-	-3.389.431	-901.802	-574.956	-3.795.197
Net Satışlar	52.852.772	97.297.344	152.120.489	88.620.991	155.599.289

Kaynak: Şirket Bağışlıcı Denetim Raporları

Şirket'in ana ürün gruplarını aşı ve serum oluşturmaktadır. 2017 yılında aşı gelirleri yaklaşık 52 milyon TL seviyesinde iken 2018 yılında 88,6 milyon TL, 2019 yılında 88,9 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in son yıllarda üretime ağırlık verdiği serum satışları ise 2017 yılında 208 bin TL iken 2018 yılında 8,2 milyon TL, 2019 yılında 61,9 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2020 yıl ilk 9 ayında ise bir önceki yılın aynı dönemine göre aşı gelirleri %79,6 artısla 81,8 milyon TL olurken, serum gelirleri de aynı dönemde %49,0 artısla 66,1 milyon TL'ye yükselmiştir.

Satışların Maliyeti

Şirket'in brüt karı, 2017 yılında 33,9 milyon TL iken, 2018 yılında 55,7 milyon TL'ye, 2019 yılında ise 70 milyon TL'ye yükselmiştir. 2019'un ilk dokuz aylık döneminde 31,7 milyon TL seviyesinde gerçekleşen brüt kar, 2020'nin aynı döneminde 79,3 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in brüt kar marjı 2017 yılında %64 seviyesinde iken 2018 yılında %57'ye, 2019 yılında %46 seviyesine gerilemiştir. Brüt kar marjındaki düşüşte, daha düşük kar marjlarına sahip olan serum satışlarının toplam satışlar içerisindeki payının artması etkili olmuştur. 2019 yılının ilk dokuz ayında %36 seviyesinde olan brüt kar marjı, 2020 yılının aynı döneminde satış artışının getirdiği ölçük ekonomisi ve özellikle aşı gelirlerinin yabancı para, maliyetlerin ise TL ağırlıklı olmasının ve TL'nin bu dönemde değer kaybetmesinin etkisi ile %51'e yükselmiştir.

Satışların maliyeti cari dönem itibarıyle %49 seviyesinde olup, işletme her 1 TL'lik satış karşılığı 49 kuruş maliyetine katlanmaktadır. Cari dönemde Şirket'in brüt kar marjı %51 seviyesinde gerçekleşmiştir. İş hacmindeki artışa bağlı olarak toplam sabit maliyet yükünün birim maliyet üzerindeki azaltıcı etkisi, geçmiş yıla kıyasla üretim maliyetinin satışlara oranını aşağıya çekmiştir. İşletmenin iş hacmindeki artışa karşın genel yönetim giderlerinin satışlara oranı yıllar itibarıyle azalmıştır. Bu bağlamda geçmiş yıla kıyasla artış gösteren esas faaliyet kar marjı cari dönem itibarıyle %36 düzeyinde gerçekleşmiştir.

Tablo 17: Net Satışlar, Satışların Maliyeti, Brüt Kar

Satışlar	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	9A2019	9A2020
Net Satışlar	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	33.944.605	55.685.619	70.011.509	31.650.417	79.305.478

MENkul DEGERLER P.R.A.S.
Adres: 29. Ünalpaşa Mah. 1. K. Vakıf Mah. 1. No: 78
Bakırköy / İstanbul / Tel: 0212 351 18 59 / Faks: 0212 351 18 59
Faks: 0212 351 18 59 / Müraciət No: 0212 351 18 59
Bütün Mükelleflar 40. 648 003 5004

Brüt Kar Marjı (%)	64,2%	57,2%	46,0%	35,7%	51,0%
Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları					

Şirket'in ürün bazlı gelirleri ve bu gelirlere ilişkin satış maliyetleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Şirket'in aşı ve serum gelirlerine bağlı olarak satış maliyetleri de yıllar itibarıyla artmıştır.

Tablo 18: Net Satışlar, Satışların Maliyeti, Brüt Kar

Satışların Maliyeti Ürtün Bazlı Maliyetler	2018	2019	9A2019	9A2020
Aşı	-35.084.804	-43.600.000	-28.080.000	-24.330.836
<i>maliyet/net satışlar</i>	<i>-41,2%</i>	<i>-49,5%</i>	<i>-62,4%</i>	<i>-34,1%</i>
Serum	-5.545.140	-32.513.765	-25.555.966	-38.515.408
<i>maliyet/net satışlar</i>	<i>-68,0%</i>	<i>-69,6%</i>	<i>-80,9%</i>	<i>-69,7%</i>
Diyaliz	-599.278	-4.942.949	-3.072.253	-8.975.732
<i>maliyet/net satışlar</i>	<i>-72,3%</i>	<i>-68,7%</i>	<i>-74,6%</i>	<i>-69,0%</i>
Diğer Giderler	-382.503	-1.052.266	-262.355	-4.471.836
<i>maliyet/net satışlar</i>	<i>-12,4%</i>	<i>-10,3%</i>	<i>-3,3%</i>	<i>-28,2%</i>
Toplam Maliyetler	-41.611.725	-82.108.980	-56.970.574	-76.293.811

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

Genel Yönetim Giderleri

Şirket'in genel yönetim giderleri içerisinde en büyük pay personel giderlerinden oluşmaktadır. Personelle yönelik giderlerin toplam genel yönetim giderlerindeki payı 2017, 2018 ve 2019'da sırasıyla %34, %33 ve %39 seviyesindedir. 9A2019'da ise aynı oran %33, 9A2020'de ise %32 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Tablo 19: Genel Yönetim Giderleri

GENEL YÖNETİM GİDERLERİ	2017	2018	2019	9A2019	9A2020
Personel giderleri	-3.524.571	-4.363.981	-7.512.085	-3.884.209	-4.928.937
Kıdem Tazminatı Karşılığı	-9.789	-34.481	-37.786	-46.481	-79.612
İzin karşılığı	-85.612	-98.378	-105.574	-81.066	-84.340
Amortisman giderleri ve itfa payları	-352.937	-918.222	-554.656	-394.571	-564.035
Dişardan sağlanan fayda ve hizmetler	-309.033	-461.251	-975.435	-614.077	-1.566.798
Kim gideri	-189.739	-337.102	-281.258	-407.075	-422.361
Tamir ve bakım onarım giderleri	-405.522	-2.112.052	-1.519.208	-945.333	-405.987
Enerji giderleri	-518.705	-800.050	-1.632.953	-1.239.229	-1.082.622
Sigorta giderleri	-18.973	-146.576	-383.032	-27.373	-146.564
Ofis giderleri	-50.141	-165.146	-332.832	-302.136	-193.024
Seyahat giderleri	-611.851	-421.529	-824.063	-601.434	-416.315
Haberleşme giderleri	-62.074	-58.867	-111.431	-78.187	-74.281
Banka işlem giderleri	-1.222.348	-936.567	-1.192.175	-863.756	-1.005.101
Dava karşılığı	-	-	-125.000	-	-132.602
Vergi, resim ve harçlar	-1.764.113	-1.043.472	-1.821.649	-1.054.320	-1.111.403
Nakliye ve kargo giderleri	-40.494	-185.020	-21.134	-19.284	-22.157

Reklam ve promosyon giderleri	-375.297	-77.950	-37.822	-	-
Diğer giderler	-844.755	-1.185.606	-1.835.627	-1.142.130	-3.335.134
TOPLAM	-10.385.954	-13.346.250	-19.303.720	-11.700.661	-15.571.273
<i>Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları</i>					

Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri

Şirket'in pazarlama, satış ve dağıtım giderleri içerisinde en büyük payı nakliye ve kargo giderleri oluşturmaktadır. Kargo ve nakliye giderlerinin toplam pazarlama, satış ve dağıtım giderleri içerisindeki payı 2018 ve 2019 yıllarında sırasıyla %80, %85'dir. 9A2019'da ise %80 olan pay 9A2020'de %89 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Tablo 20: Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri

PAZARLAMA, SATIŞ, DAĞITIM GİDERLERİ	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	9A2019	9A2020
Personel giderleri	-270.180	-169.932	-251.275	-251.276	-307.343
Kıdem tazminatı karşılığı	-	-961	-13.612	-6.704	-1.860
İzin karşılığı	-	-	-681	-	-
Amortisman giderleri ve itfa paylan	-	-	-	-429	-
Dişarıdan sağlanan fayda ve hizmetler	-17.783	-15.163	-16.078	-16.078	-
Tamir ve bakım onarım giderleri	-1.424	-29.872	-16.387	-14.687	-2.335
Seyahat giderleri	-9.349	-15.885	-32.436	-21.262	-7.921
Nakliye ve kargo giderleri	-10.964	-1.469.275	-4.706.362	-3.268.878	-3.367.345
Diğer giderler	-499.848	-139.374	-500.418	-495.309	-97.468
TOPLAM	-809.548	-1.840.462	-5.537.249	-4.074.623	-3.784.272

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

Karlılık Analizleri

Şirket'in operasyonel karlılığına yönelik oranlar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir. Türk İlaç'ın FAVÖK marjı 2017 yıl sonunda %48, 2018 yıl sonunda %46, 2019 yıl sonunda %33 seviyesinde gerçekleşirken 2019 yılının dokuz aylık döneminde %22 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2020 yılının dokuz aylık döneminde yeniden %42 seviyesine yükselmiştir.

Tablo 21: Operasyonel karlılık oranları

Karlılık Oranları	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	9A2019	9A2020
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 %	64,2%	57,2%	46,0%	35,7%	51,0%
Faaliyet Giderleri/Ciro	21,2%	15,6%	16,3%	17,8%	12,4%
Faaliyet Kar Marjı	30,1%	36,7%	29,4%	16,3%	35,6%
FAVÖK	25.267.092	44.404.142	50.194.788	19.595.241	64.751.826
FAVÖK Marjı	48%	46%	33%	22%	42%
Net Kar	8.326.129	14.393.967	13.482.151	-5.307.315	33.014.394
Net Kar Marjı	15,8%	14,8%	8,9%	-6,0%	21,2%

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

**OYAK YATIRIM
MENkul DEĞERLEKÇA A.S.**

Ayarlı M. Memur Büyürgazi Cd. 200. No: 11. 78
Bakırköy / İSTANBUL / TURKEY 34830
Tel: 0216 319 2100
Fax: 0216 319 05 99 - Mersis No: 2047 003 504 0001

Üyelik Mikroplatf. V. 01649 003 9604

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler

Şirket'in esas faaliyetlerden diğer gelirleri, 2017 yılında 2,6 milyon TL, 2018 yılında 4,2 milyon TL, 2019 yılında ise 3 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 2019 yılının ilk dokuz ayında esas faaliyetlerden diğer gelirler 2,5 milyon TL iken 2020 yılının aynı döneminde 5,3 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in esas faaliyetlerden diğer gelirleri ağırlıklı olarak ticari alacak ve ticari borçlardan kaynaklanan kur farkı gelirleri, duran varlık satışlarından elde edilmektedir.

Tablo 22: Esas faaliyetlerden diğer gelirler

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	9A2019	9A2020
Kambiyo Karları	2.538.804	1.947.431	1.878.568	1.979.242	4.310.551
Duran Varlık Satış Karları	-	2.019.017	705.243	183.954	560.153
Diger Gelir ve Karlar	73.134	203.166	364.443	367.996	402.236
Toplam	2.611.938	4.169.614	2.948.254	2.531.192	5.272.940

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler

Şirket'in esas faaliyetlerden diğer giderleri, 2017 yılında 9,4 milyon TL, 2018 yılında 9 milyon TL, 2019 yılında 3,4 milyon TL seviyesindedir. 2019 yılının ilk dokuz ayında esas faaliyetlerden diğer giderler 4 milyon TL seviyesinde iken 2020 yılının aynı döneminde 10 milyon TL seviyesindedir.

Tablo 23: Esas faaliyetlerden diğer giderler

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	9A2019	9A2020
Karşılık Giderleri	-39.231	-23.249	-	-21.380	-301.331
Kambiyo Zararları	-2.398.315	-5.406.210	-2.893.154	-2.873.561	-7.464.494
Duran Varlık Satış Zararları	-	-	-	-382.354	-
Diger Gider ve Zararlar	-7.003.378	-3.577.664	-513.172	-713.712	-2.105.399
Toplam	-9.440.924	-9.007.123	-3.406.326	-3.991.007	-9.871.224

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları

Finansman Giderleri

Şirket'in finansman giderleri kredi faiz giderleri, kredilere ilişkin finansman giderlerini içermektedir. Finansman giderleri 2017 yılında 9 milyon TL, 2018 yılında 27 milyon TL, 2019 yılında 36,7 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Faiz giderlerindeki artışın etkisiyle 2019 yılı ilk dokuz aylık finansman gideri 24 milyon TL'den 2020'nin ilk dokuz ayında 32 milyon TL'ye yükselmiştir.

Her 100 TL'lik satışın 21 TL'sini finansman maliyeti oluşturmaktadır. Şirket, uyguladığı finansman politikası çerçevesinde düşük bir döviz riski pozisyonuna sahiptir. Yıllar itibarıyle işletmenin ortalama net finansman yükünün satışlara oranı yaklaşık %22 düzeyindedir.

Tablo 24: Faiz giderlerinin karşılanma performansı

**CYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.S.**
 Adres: Nizip Mah. Heriburgaz Mah. 1. No: 78
 İletişim: Tel: 0324 319 4000
 Faks: 0324 319 4001
 E-posta: menkuldegeler@menkuldegeler.com.tr
 Web: www.menkulddegeler.com.tr
 Sayfa: 50 / Sayı: 44
 Sayı: 2021/03-04 / Menkuldeğerler 0324 319 4000
 Sayı: Mükellefler 0324 319 4004

Faiz Gideri/FAVÖK	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	9A2020*
Net Faiz Gideri	-8.585.880	-23.998.338	-31.750.332	-36.827.823
FAVÖK	25.267.092	44.404.142	50.194.788	95.351.373
Faiz Gideri/FAVÖK	-33,98%	-54,05%	-63,25%	-38,62%

*30 Eylül 2020 Faiz Gideri/FAVÖK hesaplamaları yapılmadan önceki yıl dönemi FAVÖK tutarı 95.351.373 TL olarak alınmıştır.
Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları

Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar/Zararı

Şirket'in sürdürülen faaliyetler vergi öncesi karı 2017 yılında 9 milyon TL, 2018 yılında 14,5 milyon TL ve 2019 yılında 17,5 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 2019 yılının ilk dokuz ayında Şirket'in 3,5 milyon vergi öncesi zararı oluşurken 2020 yılının ilk dokuz ayında Şirket, 39,8 milyon TL vergi öncesi kar elde etmiştir.

Dönem Karı

Şirket'in sürdürülen faaliyetler vergi sonrası karı 2017 yılında 8,3 milyon TL, 2018 yılında 14,4 milyon TL, 2019 yılında 13,5 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 2019 yılının ilk dokuz ayında 5,3 milyon TL net zarar oluşurken 2020 yılının ilk dokuz ayında 33 milyon TL net kar elde edilmiştir. Böylece net kar marjı 2017 yılında %15,8, 2018 yılında %14,8, 2019 yılında %8,9 seviyesinde gerçekleşirken 2020 yılının ilk dokuz ayında %21,2 seviyesinde gerçekleşmiştir.

B. Bilanço

Tablo 25: Bilanço Varlıklar Detayları

VARLIKLAR (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31/12/2017	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31/12/2018	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31/12/2019	Bağımsız Denetimden Geçmiş 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	90.438.884	140.270.379
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	46.532	3.970.882	69.066.693	100.744.957
Diger Alacaklar	6.812.113	18.207.632	22.269.252	8.965.472
- İlişkili Taraflardan Diger Alacaklar	6.800.816	18.056.253	22.130.350	8.468.894
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diger 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
- İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	2.700.925	7.674.918	13.082.630	18.272.935
Diger Dönen Varlıklar	2.334.591	859.139	6.003.376	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	-	952.656	721.615	547.565

OYAK YATIRIM
MENkul DEĞERLER A.S.
Avrupa 10. Mah. 1. No: 100/1. Kattı: 18. Sıra: 10. Mah. 10. No: 123/12/03
Bakırkoy / İstanbul / 34755
Faks: 011 351 05 99. Məsələ №: 0549 0039 040 0034
Büyük Mükellefi: VD: 649 003 9604

Maddi Olmayan Duran Varlıklar	286.515	185.430	619.033	924.794
Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	498.131	-	-

TOPLAM VARLIKLAR	122.847.157	189.853.064	267.120.040	366.216.447
-------------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları.

Tablo 26: Bilanço Kaynakları Detayları

KAYNAKLAR (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31/12/2017	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31/12/2018	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31/12/2019	Bağımsız Denetimden Geçmiş 30/09/2020
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
- <i>Banka Kredileri</i>	13.814.299	8.794.599	53.884.880	70.317.729
- <i>Kiralama İşlemlerinden Borçlar</i>	2.573.387	6.309.077	18.368.981	3.198.402
- <i>Diger Kısa Vadeli Borçlanmalar</i>	79.856	1.172.830	14.030.261	675.614
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
- <i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	-	275.686	4.584.122	-
- <i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	11.578.637	45.657.040	65.060.081	67.079.808
Diger Borçlar	997.368	1.437.867	1.345.528	1.906.864
- <i>İlişkili Taraflara Diger Borçlar</i>	875.997	-	948.811	1.587.535
- <i>İlişkili Olmayan Taraflara Diger Borçlar</i>	121.371	1.437.867	396.717	319.329
Ertelenmiş Gelirler	5.251.001	3.974.934	6.353.434	12.468.648
- <i>İlişkili Olmayan Taraflardan Alınan Sipariş Avansları</i>	5.251.001	3.974.934	6.353.434	12.468.648
Çalışanlara Sağlanan Faydalat	449.725	426.474	1.816.238	1.701.754
Kapsamında Borçlar	-	-	-	-
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	-	-	818.210
Kısa Vadeli Karşıklıklar	194.155	323.285	518.082	651.718
- <i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşıklıklar</i>	194.155	323.285	518.082	651.718
Ara Toplam	49.287.872	101.274.907	175.349.980	166.623.122
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
- <i>Banka Kredileri</i>	1.633.164	4.633.079	13.269.211	24.964.439
- <i>Kiralama İşlemlerinden Borçlar</i>	12.945.512	13.453.998	4.311.987	8.707.011
Ertelenmiş Gelirler	10.585.555	7.746.666	4.907.777	-
Uzun Vadeli Karşıklıklar	178.758	270.094	502.685	799.731
- <i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşıklıklar</i>	178.758	270.094	377.685	542.129
- <i>Diger Uzun Vadeli Karşıklıklar</i>	-	-	125.000	257.602
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	116.883	-	3.499.493	17.311.612
Özsermeye	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 Simflandırılmayacak Birikmiş	-	(19.040)	(53.951)	49.463.280
Diger Kapsamlı Gelir ve Giderler	-	-	-	-
- Maddi Duran Varlık Değerleme Artışları	-	-	-	49.527.156
- <i>Tan.Fay.Plan. Yeniden Ölçüm Kazanç/Kayıpları</i>	-	(19.040)	(53.951)	(63.876)

MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Adres: Mh. Kocatepe Mah. 1. Kavşak No: 5-7/A

İzmir: 35127 / Tel: 0232 450 62 80

Faks: 0232 450 62 99 / Mail: No: 0541 0019 6540 003

Başk. Mukellef: V.U. 649 003 9604

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	33.014.394
Ara Toplam	48.099.393	62.474.320	65.278.907	147.810.532
TOPLAM KAYNAKLAR	122.847.137	189.853.064	267.120.040	366.216.447

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in 2017 yılsonundaki nakit ve nakit benzeri varlıklarının değeri 824 bin TL olurken, bu tutar 2018 yılsonunda 6,9 milyon TL, 2019 yılında 1,5 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket güçlü nakit varlığını 2020 yılının ilk dokuz ayında da devam ettirmiştir ve yaklaşık 2 milyon TL nakit ve nakit benzeri varlık bulundurmıştır. Şirket'in hasılatının büyük bölümünü oluşturan müşteriler Sağlık Bakanlığı ve bağlı kamu sağlık kurumları ile özel sağlık kurumları olup; alacaklar 1 yıldan kısa sürede tahsil edilmektedir. Bu nedenle nakit bulundurma ihtiyacı oldukça sınırlıdır.

Turk İlaç'ın özellikle serum satışlarının artması ile birlikte gelen hasılatın büyümeye beraberinde ticari alacakların da artışı getirmiştir. 31 Aralık 2017 tarihinde sona eren mali yılda 23,6 milyon TL seviyesinde gerçekleşen ticari alacaklar, 31 Aralık 2018 tarihinde sona eren mali yılda 54,8 milyon TL'ye, 31 Aralık 2019 tarihinde sona eren mali yılda 99,5 milyon TL'ye ve 30 Eylül 2020 tarihinde sona eren mali dönemde ise 141 milyon TL'ye yükselmiştir. Alacak tahsil süresi 2018 yılında 147, 2019 yılında 185 ve Eylül 2020 sonu 191 gün olarak gerçekleşmiştir.

Stoklar; 31 Aralık 2017, 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 30 Eylül 2020 tarihlerinde sona eren mali dönemlerde sırasıyla 6 milyon TL, 7,9 milyon TL, 13,4 milyon TL ve 15,8 milyon TL tutarındadır. Stok devir gün sayısı 2018 yılında 61 gün iken 2019'da 47 gün, 2020 yılının ilk dokuz ayı sonunda ise 58 gün olarak gerçekleşmiştir.

Maddi duran varlıklar, 31 Aralık 2017 tarihinde sona eren mali yılda 80,3 milyon TL seviyesinde gerçekleşirken; 31 Aralık 2018 tarihinde sona eren mali yılda 91,9 milyon TL'ye, 31 Aralık 2019 tarihinde sona eren mali yılda 109,9 milyon TL'ye ve 30 Eylül 2020 tarihinde sona eren mali dönemde ise 174 milyon TL'ye yükselmiştir. 2019 ve 2020 yıllarında maddi duran varlıklarda meydana gelen değişimin temel sebepleri Şirket'in sahip olduğu maddi duran varlıklar üzerinde yapılan yeniden değerlendirme çalışmaları ve yüksek kapasite artışı nedeniyle yapılan yatırımlardır.

2017, 2018, 2019 yılları ve 2020'nin ilk dokuz ayında ait toplam maddi ve maddi olmayan duran varlık alımı kaynaklı yatırımları sırasıyla 48,4 milyon TL, 16,2 milyon TL, 25,4 milyon TL ve 15,6 milyon TL'dir. Bahsi geçen dönemlerde yatırımlar/satışlar rasyosu sırasıyla %92, %17, %17 ve %10 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 27: Yatırımlar

Yatırımlar	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	9A2020
Ciro	52.852.772	97.297.344	152.120.489	155.599.289
Yapılmakta olan yatırımlar	48.380.003	16.162.379	25.399.166	15.596.679
Yatırımlar/Ciro	92%	17%	17%	10%

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları


OYAK YATIRIM
MENKÜM DEĞERLENDİRME A.S.
 Adres: 350. Mah. 1. Sokak No: 10/1. Çankaya/Ankara/İSTANBUL Park Str. 78
 İletişim: 0312 351 15 99 - 0312 351 12 00
 Faks: 0312 351 15 99 - 0312 351 12 00
 Müraciye No: 0312 351 15 99 - 0312 351 12 00

Şirket'in finansal yükümlülükleri (kısa vadeli borçlanmaları, uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları ve uzun vadeli borçlanmaları toplamı); 31 Aralık 2017, 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 30 Eylül 2020 tarihlerinde sona eren mali dönemlerde sırasıyla 45,4 milyon TL, 67,3 milyon TL, 113,3 milyon TL ve 115,7 milyon TL tutarındadır.

Ticari borçlar; 31 Aralık 2017, 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 30 Eylül 2020 tarihlerinde sona eren mali dönemlerde sırasıyla 11,6 milyon TL, 45,9 milyon TL, 69,6 milyon TL ve 67,1 milyon TL tutarındadır.

Özkaynaklar; 31 Aralık 2017, 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 30 Eylül 2020 tarihlerinde sona eren mali dönemlerde sırasıyla 48,1 milyon TL, 62,5 milyon TL, 65,3 milyon TL ve 147,8 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Özkaynaklar 31 Aralık 2017 tarihinde toplam aktif büyütüğünün %39'unu oluştur iken, 31 Aralık 2018 tarihinde %33'ünü, 31 Aralık 2019 tarihinde %24'ünü oluşturmaktadır. 30 Eylül 2020 tarihi itibarıyla ise özkaynaklar toplam aktifin %40'ını oluşturmaktadır. Özkaynakların 2020 yılının ilk dokuz ayında toplam aktifler içindeki payının artmasının ana sebebi maddi duran varlıklarda meydana gelen değerlendirme artışlarıdır.

Tablo 28: Finansal Borçlar

Finansal Borçlar (TL)	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	30/09/2020
Kısa Vadeli Borçlanmalar	18.467.542	16.276.497	86.284.122	74.191.745
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	12.349.444	32.903.124	9.388.373	7.804.375
Uzun Vadeli Borçlanmalar	14.578.676	18.087.077	17.581.198	33.671.450
Toplam	45.395.662	67.266.698	113.253.693	115.667.570

Şirket'in finansal tablo dönemleri itibarıyla borçluluk durumu ile söz konusu borçların özkaynaklara ve FAVÖK'e olan oranları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 29: Borçluluk Rasyoları

BorcLuluk Analizi	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.09.2020
Finansal yükümlülükler	45.395.662	67.266.698	113.253.693	115.667.570
Eksi - Hazer Değerler	824.422	6.875.683	1.554.913	1.985.466
Net Borç	44.571.240	60.391.015	111.698.780	113.682.104
Toplam Özkaynak	48.099.393	62.474.320	65.278.907	147.810.532
Net Borç/Toplam Özkaynaklar	0,93	0,97	1,71	0,77
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
Net Borç/FAVÖK	1,76	1,36	2,23	1,19

*30 Eylül 2020 Net Borç/FAVÖK hesaplaması yapıldıktan sonra FAVÖK tutarı 95.351.463 TL olarak alınmıştır.

Kaynak: Şirket, Bağışlı: Denemim Raporları

Şirket'in Net Borç/FAVÖK oranı 31.12.2017 tarihinde 1,76 iken, 2018 yıl sonunda 1,36, 2019 yılsonunda 2,23, 2019 yılsonunda 2020 yılının ilk dokuz ayında yıllıklandırılmış FAVÖK ile hesaplanan Net Borç/FAVÖK oranı 1,19 seviyesinde gerçekleşmiştir.


 MENKÜ DEĞERLER A.S.
 Marmara Mah. Kemalpaşa Mah. 14. Yol İstanbul/İstanbul 78
 İletişim: 0212 351 05 99 / 0212 351 00 34
 E-mail: menkudegerler@menkudegerler.com.tr
 T.C. No: 112 351 05 99 / Menis No: 0349 0039 6042 0034
 Büyük Nükleoflar V.D. 649 033 9501

Oran Analizleri

Şirket'in likidite ve mali yapı oranları aşağıdaki tablolarda gösterilmiştir. Likidite oranları incelendiğinde, Şirket'in dönen varlıklarının kısa vadeli yükümlülüklerine oranının (cari oran) 2017 yılında 0,86, 2018 yılında 0,95, 2019 yılında 0,89 ve 2020 yılının ilk dokuz ayında 1,14 seviyesinde olduğu görülmektedir. Şirket'in toplam yükümlülüklerinin toplam varlıklarına oranı (kaldıraç oranı) 2017 yılında 0,61, 2018 yılında 0,67, 2019 yılında 0,76 ve 2020 yılının ilk dokuz ayında 0,57 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Tablo 30: Likidite Oranları

	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.09.2020
Cari Oran (Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	0,86	0,95	0,89	1,14
Asit-Test Oranı ((Dönen Varlıklar-Stoklar)/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	0,74	0,87	0,81	1,05
Nakit Oran (Nakit ve Nakit Benzerleri/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	0,02	0,07	0,01	0,01

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

Tablo 31: Mali yapı oranları

	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.09.2020
Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler/Toplam Varlıklar)	0,61	0,67	0,76	0,60
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar	0,40	0,53	0,66	0,45
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar	0,21	0,14	0,10	0,14
Özkaynaklar/Toplam Varlıklar	0,39	0,33	0,24	0,40
Alacak Tahsil Süresi (Ort. Ticari Alacaklar/Net Satışlar*365) - Gün Stok Devir Gün Sayısı (Ort. Stoklar/Satışların Maliyeti*365) - Gün		147	185	191
Borç Ödeme Süresi (Ticari Borçlar/Satışların Maliyeti*365) - Gün		252	257	217

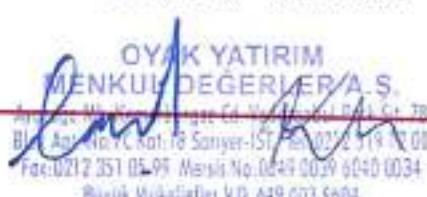
Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in satışlarının büyük bir kısmı Sağlık Bakanlığı ve Bakanlık'a bağlı Kamu Sağlık Kurumları ve Özel Sağlık Kurumlarına yapılmaktadır. Şirket bu nedenle daha az nakit bulundurma politikası izlemektedir. Bu durum cari oranın 2017-2019 yılları arasında birbirine yakın ve 1'in altında seyretmesine sebep olmuştur.

2020 yılı içinde kısa vadeli kredilerin yapılandırılarak uzun vadeli kredilerle refinansman yapılmasıyla cari oran artış göstermiştir.

Tablo 32: 30.09.2020 ve 31.12.2019 Dönemi Banka Kredilerine İlişkin Bilgi

30.09.2020 31.12.2019


**OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.S.**
 Adres: Ülker Mah. 1. Et. No: 1001/1 D: 1001/100
 Bl: Antalya C: Kat: 10 Sınavlı-İST 0212 351 05 05
 Fax: 0212 351 05 95 Hesabı No: 0249 0039 6040 0034
 Büyük Mukelleflet V.D. 649 002 5604

Kısa Vadeli Banka Kredileri	70.317.729	53.884.880
Uzun Vadeli Banka Kredileri	24.964.439	13.269.211
Uzun Vadeli Kredilerin Anapara Taksitleri ve Faizleri	7.804.375	9.388.373
	103.086.543	76.542.464

Şirket'in üretimi ve satışını yaptığı ürünlerinin stoklarının sınırlı raf ömrü ve düzenleyici diğer mevzuatlar kapsamında olması nedeniyle Şirket etkin bir stok planlaması yapmaktadır. Bu sayede, işletmenin dönen varlıklardan stokların arındırılması sonucu kısa vadeli borçlarını karşılayabilme yeteneğini ifade eden asit test oranı ile cari oran birbirine çok yakın seyretmekte ve benzer seyri göstermektedir.

Şirket faaliyet konusu itibariyle sınırlı stok bulundurma politikası izlemekte ve faaliyet hacmine (talebe dayalı) paralel olarak stok girişi yaratmaktadır. Bu nedenle hasılatın arttığı dönemlerde stok miktarı da artmaktadır. Stokların sınırlı kullanım ömrü nedeniyle devir hızları tüm dönemlerde birbirine yakın olarak gerçekleşmektedir. Şirket, talepteği değişikliklere bağlı olarak stok düzeyini ayarlamakta, 50-70 gün arasında stoklarını yenilemektedir.

Finansal kaldırıcı oranında da görüleceği üzere Şirket, cari durum itibariyle, varlıklarını yaklaşık %40 özkaynak %60 yabancı kaynak ile finanse etmektedir. Özkaynak finansmanının cari olarak ön plana çıkışının nedeni duran varlıkların değerlendirmeye tabi tutulmasıdır. Yabancı kaynakların kendi içindeki dağılımı yıllar itibarı ile farklılık gösterse de Şirket'in devamlı sermayesi pasifin yaklaşık yarısından fazlasını teşkil etmektedir.

Yabancı kaynaklar içinde kısa vadeli yabancı kaynakların payı fazla olmakla birlikte finansal borçların (banka kredileri) cari dönemde birlikte uzun vadeli payı artış göstermiştir. 2019 yılı faktörинг borçları 2020 yılında kapatılmıştır.

C. Nakit Akım Tablosuna İlişkin Değerlendirmeler

Şirket'in 2017, 2018, 2019 yılı ve 30 Eylül 2020 dönemi itibarıyla özet nakit akım tablosu aşağıda yer almaktadır.

Tablo 33: Özet Nakit Akım Tablosu

Özet Nakit Akım Tablosu	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	9A2019	9A2020
Dönem Net Kârı	8.326.129	14.393.967	13.482.151	-5.307.315	33.014.394
İşletme Faaliyetlerinden Elde Edilen Net Nakit	1.261.644	22.305.470	13.317.631	5.819.981	35.160.926
Yatırım Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit Aksıları	-48.380.003	-13.221.314	-22.536.891	-13.638.049	-12.422.481
Finansman Faaliyetlerinden Nakit Aksıları	43.998.937	-3.032.895	3.898.490	1.008.942	-22.307.892
Nakit ve Nakit Benzerlerindeki Net Artış (Azalış)	-3.119.422	6.051.261	-5.320.770	-6.809.126	430.553
Dönem Başı Nakit ve Nakit Benzerleri	3.943.844	824.422	6.875.683	6.875.683	1.554.913
Dönem Sonu Nakit ve Nakit Benzerleri	824.422	6.875.683	1.554.913	66.557	1.985.466

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Büyüklük: 100.000.000 TL
Adres: Vİ. Kemerburgaz Cd. 100. No: 78
İşyeri: Vİ. Kemerburgaz Cd. 100. No: 78
T.C. No: 11111111111
Fatura: 0212 51 05 9. Mənzil №: 0649 003 0649 003 0649
Büyük Məkəllələr V.D. 0649 003 0649

6. Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Halka arz edilecek Şirket'in değerlemesinde gerek sektörü gerekse büyümeye potansiyeli açısından kullanılması uygun görülen değerlendirme yöntemleri şunlardır;

A - İndirgenmiş Nakit Akımı (INA) yöntemi: Gelir bazlı bir değerlendirme yöntemi olup şirketin gelecek dönemlerde yarataceği nakit akımlarını tahmin edip, beklenen nakit akımlarının Ağırlıklı Sermaye Maliyeti Oranı ile iskonto edilip günümüze indirgenmesi ile şirket değerinin hesaplanması içerir.

B - Piyasa Çarpanları Analizi: Piyasa bazlı bir yöntem olup şirket değeri, şirketin faaliyet gösterdiği sektörde olan ve borsada işlem gören gerek yurt içindeki gerekse yurt dışındaki şirketlerin değerleri ve çarpanları göz önüne alınarak hesaplanmaktadır. Bu analizde kullandığımız çarpan Firma Değeri/Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK)'dır.

Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) içerisinde UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Payların değerlendirmesi ile ilgili olarak 70.1 maliyet yaklaşımı ile ilgili madde uyarınca belli durumlar dışında normalde işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirmesinde, uygulanamaz değerlendirmesine yer verilmiştir. Maliyet yaklaşımının uygulanabileceği durumlar olarak; (a) işletmenin, kârların ve/veya nakit akışlarının güvenilir bir şekilde tespit edilemediği ve pazar yaklaşımı kapsamında diğer işletmelerle yapılacak karşılaşmaların pratik veya güvenilir olmadığı, ilk dönemlerinde veya kuruluş döneminde olması, (b) işletmenin, UDS 105 Değerleme Yaklaşımı ve Yöntemleri standardının 70.8 ve 70.9. nolu maddelerinde tarif edilen toplama yönteminin uygulandığı bir yatırım ortaklılığı veya holding şirketi olması, ve/veya (c) işletmenin sürekli olmaması ve/veya varlıklarının tasfiyedeki değerlerinin işletmenin sürekliliği kapsamındaki işletme değerini aşabilmesi sayılmaktadır. Şirket yukarıda sayılan kriterler kapsamında değerlendirilmiş ve maliyet yaklaşımının kullanılmasının uygun olmayacağı sonucuna vanılmıştır.

Sonuç bölümündeki tabloda da detaylandırıldığı gibi INA tarafından hesaplanan değere %50, yurt içi piyasa benzer şirket çarpanlarına %25 ve yurt dışı piyasa benzer şirket çarpanlarına da %25 ağırlık vererek hedef özsemeye değeri hesaplanmıştır.

7. Değerleme

7.A. İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

Bu yöntemden çıkan sonuç, Şirket'in serbest nakit akımı yaratma potansiyeli tahminlerinin bugüne indirgenmesi ve net borç durumunun yansıtılmasıyla ulaşan değerdir. Projeksiyonlarda geçmiş yılların performansı ve Şirket yönetiminin beklenileri de dikkate alınmıştır. Kullanılan makro tahminler aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 34: Makro tahminler

	2017	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Ortalama USD/TL	3,65	4,82	5,68	7,02	7,68	8,60	9,24	9,49	9,68
yıllık değişim	21%	32%	18%	24%	9%	12%	7%	3%	2%
Dönem sonu									
USD/TL	3,78	5,29	5,95	7,43	8,15	8,91	9,51	9,76	9,95
yıllık değişim	7%	40%	12%	25%	10%	9%	7%	3%	2%
Ortalama EUR/TL	4,12	5,67	6,35	8,04	9,41	10,11	10,98	11,27	11,50
yıllık değişim	23%	38%	12%	26%	17%	7%	9%	3%	2%

OYAK YATIRIM
MENkul DEĞERLER A.Ş.
Nostro: 9% Kira Borçlu Cİ. Nostro: 9% ST. 78
Birim: 7% Tutar: 10.500.000.000 TL
Tarih: 2014-05-09 Mersis No: 0549 0039 6040 0024
Büyük Nüfuslu VD: 649 003 9604

Dönen sonu									
EUR/TL	4,52	6,05	6,67	9,12	9,78	10,47	11,41	11,71	11,94
yıllık değişim	22%	34%	10%	37%	7%	7%	9%	3%	2%
Ortalama TÜFE	11,1%	16,3%	15,2%	12,3%	13,6%	9,0%	8,0%	8,0%	6,0%

Kaynak: OYAK Yatırım

7.A.1. Gelir Tablosu Projeksiyonları:

Satışlar

Turk İlaç'ın 2020-2025 yıllarına ilişkin tahmin edilen Kapasite Miktarı ile Kapasite Kullanım Oranları (KKO) aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Şirket'in mevcut kapasitesi aşı için 30 milyon doz, serum için 28 milyon litre, diyaliz için 34 milyon litredir. Şirket'in mevcut kapasitesi gelecekte hedeflediği üretim miktarları için yeterlidir. Bu nedenle Şirket, kapasite artışına yönelik yatırım planlamamaktadır. Her yıl aşı, serum ve diyaliz üretim miktarını artırarak mevcut kapasitesinin daha fazlasını kullanmayı öngörmektedir. 2020 yılında aşı üretiminde %26,7 kapasite kullanılması öngörlürken 2025 yılında bu oranın %56 seviyesine yükselmesi beklenmektedir. Serum üretiminde 2020 yılının %25,5 kapasite kullanımı ile tamamlanacağı öngörlülmüş ve kapasite kullanımında 2025 yılında %43 seviyelerine kadar artış tahmin edilmiştir. Diyaliz solüsyonlarında ise 2020 yılının %22,3 kapasite kullanım oranı ile tamamlanması ve bu oranının 2025 yılında %37,6 seviyelerine yükselmesi beklenmektedir.

Tablo 35: Kapasite

	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Aşı (Adet Doz)	30.000.000	30.000.000	30.000.000	30.000.000	30.000.000	30.000.000
Serum (lt)*	28.000.000	28.000.000	28.000.000	28.000.000	28.000.000	28.000.000
Diyaliz (lt)	34.000.000	34.000.000	34.000.000	34.000.000	34.000.000	34.000.000

**Not: 120mn adet/yıl kapasiteli Serum ürününü karşılaştırılabilirlik açısından litreye çevrilmiştir.*

Kaynak: Şirket

Tablo 36: Kapasite Kullanım Oranları

(%)	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Aşı	26,7%	32,0%	38,4%	44,2%	50,8%	55,9%
Serum	25,5%	29,4%	32,3%	35,5%	39,1%	43,0%
Diyaliz	22,3%	25,7%	28,3%	31,1%	34,2%	37,6%

Kaynak: Şirket

Turk İlaç'ın 2020-2025 yıllarına ilişkin ürün bazında satış adedi projeksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Aşağıdaki tabloya göre 2020 yılında 8 milyon doz aşı üretilmesi beklenirken 2025 yılında bu miktarın 16,8 milyon doza yükselmesi beklenmektedir. Serum üretiminin ise 2020 yıl sonu itibarıyla 7,1 milyon litre seviyesinde gerçekleşmesi beklenirken 2025 yılına kadar serum üretiminin 12 milyon litreye ulaşması beklenmektedir. Diyaliz solüsyonunda ise 2020 yılının 7,6 milyon litre satış ile tamamlanması öngörlürken 2025 yılında bu miktarın 12,8 milyon litre seviyesine yükselmesi beklenmektedir.

Tablo 37: Ürün Bazında Satışlar

	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Aşı (Doz)	8.000.000	9.600.000	11.520.000	13.248.000	15.235.200	16.758.720
yıllık değişim		20%	20%	15%	15%	10%

 OYAK YATIRIM
MENHUR DEGERLICK A.Ş.
Büyükköy Mah. Marmarağazi Cd. No: 25/19 P: 15. S: 78
Bakırköy / 34730 İstanbul / TURKIYE
Tel: +90 216 471 20 00 Fax: +90 216 471 20 01
Mersis No: 40649 0029 6040 0031

Aşı (Doz) Yurtiçi yıllık değişim	8.000.000 0	8.800.000 800.000	9.680.000 1.840.000	10.164.000 130%	10.672.200 68%	11.205.810 48%
Aşı (Doz) Yurtdışı yıllık değişim	a.d.			5%	5%	5%
Serum (lt) Yurtiçi yıllık değişim	7.146.671 15%	8.218.672 10%	9.040.539 10%	9.944.593 10%	10.939.052 10%	12.032.957 10%
Diyaliz (lt) Yurtiçi yıllık değişim	7.593.113 15%	8.732.080 10%	9.605.288 10%	10.565.816 10%	11.622.398 10%	12.784.638 10%
<i>Kaynak: Şirket</i>						

2020-2025 arası satış geliri tahminlerine ulaşırken, Şirket Yönetimi'nin paylaştığı öngörülerden ve bizim yapmış olduğumuz varsayımlardan faydalansılmıştır. Buna göre Şirket'in en önemli 3 satış gelir grubu olan aşı, serum ve diyaliz tarafı için hacim ve fiyat tahminleri yapılarak bu gruplar için ciro beklenenlerine ulaşılmıştır. Birim fiyatlar tahmin edilirken Aşı için Euro üzerinden tahmin yapılarak OYAK Yatırım beklenen ortalama Euro kurlarından TL'ye dönültürken, serum ve diyaliz tarafı için TL birim fiyat tahminleri yapılmıştır.

Şirket'in 2017-2019 dönemi net satış YBBO'su TL bazında %70 seviyelerindedir. Bu dönemde aşı gelirlerinde yaklaşık %31 oranında YBBO'ya ulaşılmışken, 2017 yılında çok düşük seviyelerden başlayan serum satışlarında ise ciddi mesafe kat edilerek 2019 yılında 62 milyon TL seviyelerine kadar gelinmiştir. Şirketin satışlarının büyük çoğunluğunu aşı ve serum gelirleri oluştururken, diğer bir önemli gelir kalemi de diyaliz solüsyonlarının satışıdır. Şirket burada da 2017 yılında ciro elde etmezken 2019 yılında 7,2 milyon TL net satış gelirine ulaşmayı başarmıştır.

Tablo 38: Gelirlerin Ürün Bazında Yıllık Değişimleri

TL	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Aşı	111.283.981	159.422.560	209.625.961	267.097.932	321.660.697	368.121.369
yıllık değişim	26,45%	43,26%	31,49%	27,42%	20,43%	14,44%
Serum	62.827.159	82.044.972	98.409.699	116.910.722	138.889.938	161.945.667
yıllık değişim	34,57%	30,59%	19,95%	18,80%	18,80%	16,60%
Diyaliz	15.615.499	20.392.028	24.459.431	29.057.804	34.520.672	40.251.103
yıllık değişim	116,95%	30,59%	19,95%	18,80%	18,80%	16,60%
Diger Gelirler	15.851.275	13.092.978	16.624.755	20.653.323	24.753.565	28.515.907
yıllık değişim	8,35%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Net Satışlar	205.577.914	274.952.537	349.119.845	433.719.781	519.824.872	598.834.046
yıllık değişim	35,14%	33,75%	26,97%	24,23%	19,85%	15,20%

Kaynak: Şirket, OYAK Yatırım

2020 yılı için ilk 9 ayda net satış büyümesi %76 oranında gerçekleşirken, 2020 yılı tamamı için bu büyümeyi 2019'a göre, güçlü geçen 2019 yılının son çeyreğinin yarattığı yüksek baz etkisi sebebiyle %33,5 seviyesine yavaşlaması bekliyoruz. Şirketin net satış büyümesi 2017-2019 arasında YBBO %70 seviyesindeken 2021-2025 yılları arası için bu oran %24 seviyesinde alınmıştır.

**OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**

İzmir Mah. M. M. Herberger Cd. 11. No: 78
Sakarya Mah. Cst 18 Sırayı - 51120
İzmir - 34470 0232 4741100
T.C. 17 11 15 09 Merkez No 0529 1529 1604 0324
Sayı: 545653
Bütün Mükellefler V.D. 049 003 9004

Aşı grubunda devletin ihtiyaç duyduğu yıllık difteri-tetanos aşısı 8 milyon doz seviyesindedir. Alım garantisinin 2022 yılına kadar bitecek olmasına karşın, şirketin tek yerli üretici olması ve bunun getirdiği maliyet avantajı ile birlikte önumüzdeki dönemde de bu tedarikin şirket tarafından karşılanması beklenmektedir. Bunun yanında şantiyelerde çalışanlar için de kullanılan bu aşının ek 2 milyon doz daha talep bulunmaktadır. Yurtiçinde ihtiyaç olarak tespit edilen 8 milyon doz ve inşaat şantiyelerinde kullanılması gereklili 2 milyon civarında doz aşısı için çoğunlukla alım garantisini bitse de gerek yurtiçinde yerli üretimin yapılması, gerekse bunun getirdiği maliyet avantajı sebebiyle Şirketin 2022 yılı sonrasında da tedarik konusunda ön planda olacağını düşünüyoruz.

Bunun dışında kalan artışların ise yurtdışından gelmesini bekliyoruz. Bu tarafta da bize belirtilen dünyada difteri tetanoz aşısı üreten biri Bulgaristan'da biri Hindistan'da olmak üzere iki üretici olduğu ve özellikle şirketin teknoloji transferini gerçekleştirmiş olduğu Bulgar firması ile de yeni ihalelere girebileceği yönündeydi. Bu anlamda yurtiçi taraftaki ihtiyaç ve yurtdışındaki fırsatlar düşünüllerken doz olarak 2023 ve 2024'te %15, 2025'te de %10 oranında artış öngörlülmüştür. Yurtiçinde doz artışı 2023-25 arası %5 olarak varsayılarken geri kalan büyümeyenin yurtdışından geleceği varsayılmıştır. 2025'te şirket satışlarının aşısı tarafta ulaşmasını beklediğimiz 16,8 milyon doz aşısı toplam 30 milyon doz aşısı üretim kapasitesinin yalnızca %56'sına tekabül etmektedir. Ayrıca yine temkinli tarafta kalmak adına görüşülen ve üretimi düşünülen diğer aşilar, satılabilen diğer aşilar projeksiyonlar içerisinde ek potansiyel olmasına karşılık dikkate alınmamıştır. Yerli üretmeye yeni başlayan şirket için bunu önumüzdeki dönemde artık belirli bir bilgi ve tecrübe de sahip olduğu için daha hızlı ve çabuk bir şekilde çeşitlendirmek ve artırmak kanırmızca daha kolay olacaktır.

Aşı konusunda temkinli tarafta kalmak adına fiyat tahminlerinde serbest piyasa fiyatlarının daha yüksek olduğu tarafımıza bildirilmesine karşılık Euro üzerinden yapılan aşısı fiyatı tahminlerinde %2 kadar her yıl için fiyat artışı öngörlülmüştür. TL olarak tahmin edilen birim fiyatlarında ise ortalama enflasyon kadar fiyat artışı yapılmıştır. Hacim tarafında da önceki yıllarda hızlı artışın yıllar itibarıyle yavaşlayarak gideceği ve 2020-2025 yılları arasında aşısı satışlarının doz bazında %15,9, serum ve diyaliz solüsyonu satışlarının da litre bazında %11 YBBO ile büyüyeceği tahmin edilmiştir. Diğer gelirler tahmininde ise üç ana gelir grubunun toplamına oranı geçmiş yıllar için incelenmiş ve önumüzdeki dönem için de bu toplamın belirli bir yüzdesi olacak şekilde tahminler yapılmıştır. Satışlardan iadeler ve ıskontolar ise hangi segmentten yapılmışsa orası içerisinde netleştirilerek direkt net satış rakamına ulaşmıştır.

TD aşısının kullanımına ilişkin olarak tüm dünyada bulaşıcı hastalıkları önleme programları kapsamında difteri tetanoz aşısı hem okul çağlığı 1 ve 8inci sınıfta uygulanması zorunlu bir aşısı olup, bununla birlikte 65 yaş üzeri yetişkinlerde, hamilelerde ve işçi sağlığı gerekliliklerinde mecburi uygulanması gereklidir.

İş ortamında kirli maddelerle temas ve yaralanma riski fazladır. Yapılan uluslararası çalışmalarla erişkinlerin yaşla artan oranda Tetanoz ve Difteriyi karşı bağışık olmadıkları, bu oranın %40'lara varlığı tespit edilmiştir. Yurtiçinde erişkin aşılama oranlarının daha düyük olması nedeni ile bağışık olmama durumunun çok daha yüksek olduğu ileri sürülebilir. Bu nedenle işyerindeTd aşılaması, tüm çalışanları kapsayacak şekilde (sadece saat ücretli personeli değil) yapılmalıdır. İşyerindeki bütün erişkinlere


 OYAK YATIRIM
 MENKUL DEĞERLER A.S.
 İsmi: M. Merve Yıldız - İst. No: 123456789012345678
 İmza: M. Merve Yıldız - İst. No: 123456789012345678
 Tel: 0212 555 85 99 Mersis No: 0549 0009 6000 0034
 Büyük Nüfollular VD: 049 003 9604

her 10 yılda bir, rutin olarak tek dozTd aşısı yapılmalıdır. Ancak çocukluğunda hiç aşılanmamış olanlara veya aşılandığı konusunda şüphe duyulanlara 3 doz aşısı ile primer aşılama yapılmalıdır. (Birer ay ara ile 2 doz, bundan 6-12 ay sonra ise 3. doz Td aşısı) Yaralanma durumunda ise kişinin aşısı ve yara durumu değerlendirilerek ek aşısı ve /veya serum yapılması kararı verilir.

Kaynak : <https://teknikosgb.com.tr/content/7-asi-uygulamalari>

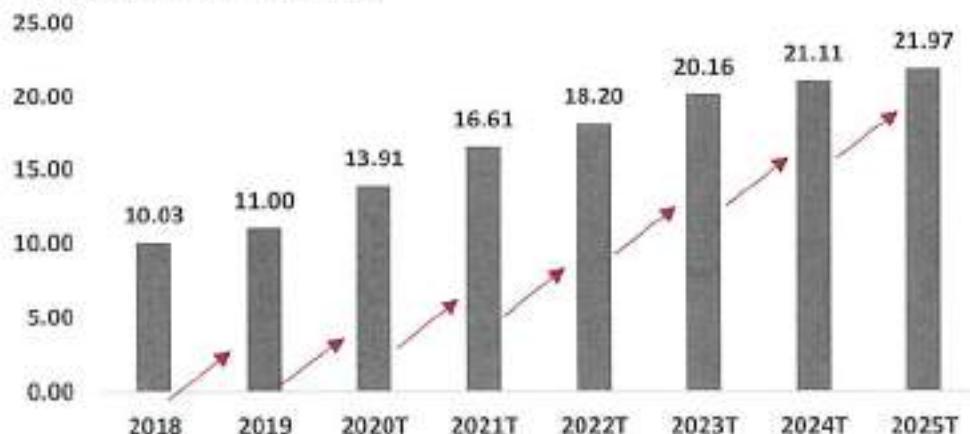
TD aşısı yaşı , genç , hamile ve işçi nüfusunu kapsayan geleneksel bir aşısı olması sebebi ile giderek azalan değil aksine giderek artan bir talebi olan bir aşısı uygulamasıdır.

Turk İlaç'ın aşısı, serum ve diyaliz solüsyonu fiyatlarına ilişkin 5 yıllık projeksiyonlar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 39: Ürün Fiyatları

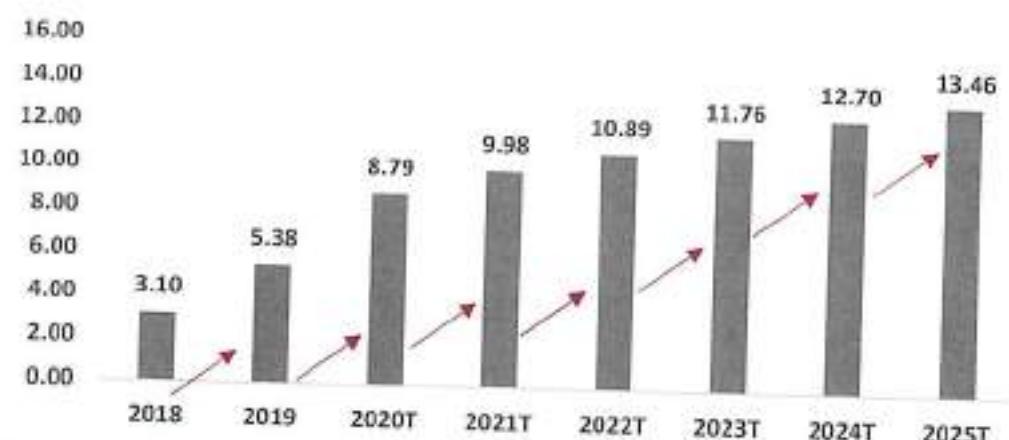
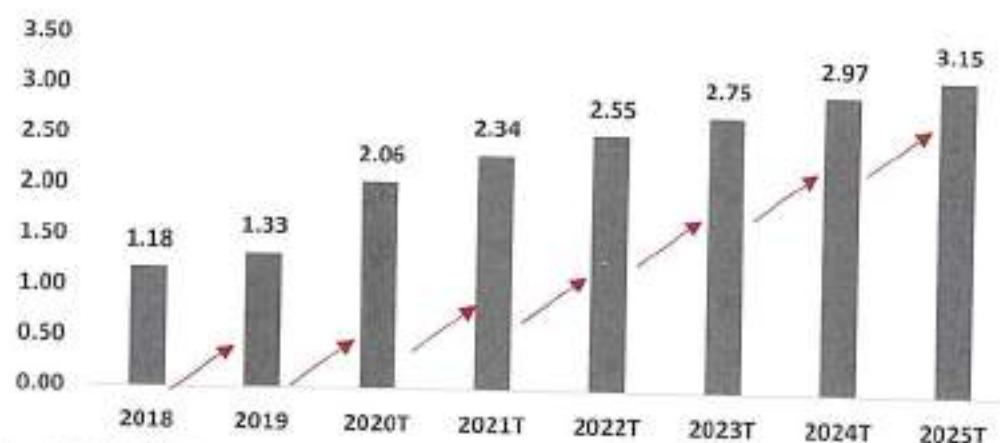
Birim fiyat TL	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Aşı	13,91	16,61	18,20	20,16	21,11	21,97
yıllık değişim	26,5%	19,4%	9,6%	10,8%	4,7%	4,0%
Serum	8,79	9,98	10,89	11,76	12,70	13,46
yıllık değişim	63,5%	13,6%	9,0%	8,0%	8,0%	6,0%
Diyaliz	2,06	2,34	2,55	2,75	2,97	3,15
yıllık değişim	54,1%	13,6%	9,0%	8,0%	8,0%	6,0%

Grafik 7: Aşı Birim Fiyat (TL)



Kaynak: Şirket, OYAK Yatırım tahminleri

OYAK YATIRIM
 MİENKEŞ DEĞERLEME A.Ş.
 Adres: Mh. Kocatepe Mah. Çel. Vatan Mah. 54. Sok. 78
 Ankara 06700 - Tel: 0312 351 09 99 - Menit No: 0849 3039 50 00 00
 Fax: 0312 351 09 99 - Menit No: 0849 3039 50 00 00
 Bayilik Mülkeller V.D. 649 003 9608

Grafik 8: Serum Birim Fiyat (TL)

Kaynak: Şirket, OYAK Yatırım tahminleri
Grafik 9: Dİyaliz Birim Fiyat (TL)

Kaynak: Şirket, OYAK Yatırım tahminleri

Faaliyet Giderleri

Faaliyet giderlerinin projeksiyonu geçmiş yıllara ait gerçekleştirmeler ve ileriye dönük beklenilere paralel olacak şekilde hesaplamalara dahil edilmiştir. Faaliyet giderlerinde tahmin periyodu için her yıl %15 oranında artış öngörlütürken, satışlardaki büyümeye paralel faaliyet giderlerinin satışlara oranında 2020 yılındaki %13,7 seviyesinden 2025 yılında %9,9 seviyesine bir iyileşme yaşanacağı öngörülmektedir.

Tablo 40: Faaliyet Giderleri

Faaliyet Giderleri (TL)	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Genel yönetim	-23.024.726	-26.478.435	-30.450.201	-35.017.731	-40.270.390	-46.310.949
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	-11,20%	-9,63%	-8,72%	-8,07%	-7,75%	-7,73%
Pazarlama, satış, dağıtım	-5.139.448	-5.910.365	-6.796.920	-7.816.458	-8.988.926	-10.337.265
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	-2,50%	-2,15%	-1,92%	-1,80%	-1,73%	-1,73%



MENLIK DEĞER /.Ş.
 Adres: Mh. Üzürcü Mah. Çelikhan Mah. 5. Sok. 5/1
 İmza No: 0212 751 02 99 Menlik No: 0249 003P 6040 0034
 Bayındır İmzaları VD: 649 003 9604

Toplam faaliyet giderleri	-28.164.174	-32.388.800	-37.247.120	-42.834.188	-49.259.317	-56.648.214
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	<i>-13,70%</i>	<i>-12,30%</i>	<i>-11,70%</i>	<i>-11,10%</i>	<i>-10,50%</i>	<i>-9,90%</i>
<i>Yıllık Değişim (%)</i>	<i>13,00%</i>	<i>15,00%</i>	<i>15,00%</i>	<i>15,00%</i>	<i>15,00%</i>	<i>15,00%</i>

Kaynak: Şirket, OYAK Yatırım tahminleri

Aşağıdaki tabloda projeksiyon dönemindeki satış ve karlılık oranları görülebilir.

Tablo 41: Operasyonel Bilgiler

(TL)	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net satışlar	205.577.914	274.952.537	349.119.845	433.719.781	519.824.872	598.834.046
yıllık değişim	35%	34%	27%	24%	20%	15%
Brüt kar	101.663.692	129.003.231	165.961.266	208.179.982	249.970.314	287.235.034
Brüt marj	49,45%	46,92%	47,54%	48,00%	48,09%	47,97%
Faaliyet giderleri	-28.164.174	-32.388.800	-37.247.120	-42.834.188	-49.259.317	-56.648.214
Faaliyet giderleri / ciro	<i>-13,70%</i>	<i>-11,78%</i>	<i>-10,67%</i>	<i>-9,88%</i>	<i>-9,48%</i>	<i>-9,46%</i>
Faaliyet karı	73.499.518	96.614.431	128.714.146	165.345.793	200.710.998	230.586.819
Faaliyet kar marjı	<i>35,75%</i>	<i>35,14%</i>	<i>36,87%</i>	<i>38,12%</i>	<i>38,61%</i>	<i>38,51%</i>
Amortisman	9.922.103	10.998.101	13.964.794	17.348.791	18.193.871	20.959.192
Amortisman / ciro	<i>4,83%</i>	<i>4,00%</i>	<i>4,00%</i>	<i>4,00%</i>	<i>3,50%</i>	<i>3,50%</i>
FAVÖK	83.421.621	107.612.533	142.678.940	182.694.584	218.904.868	251.546.011
FAVÖK marjı	<i>40,58%</i>	<i>39,14%</i>	<i>40,87%</i>	<i>42,12%</i>	<i>42,11%</i>	<i>42,01%</i>
Net kar	41.767.221	55.622.847	85.512.229	125.506.760	164.098.998	202.429.167
Net marj	<i>20,32%</i>	<i>20,23%</i>	<i>24,49%</i>	<i>28,94%</i>	<i>31,57%</i>	<i>33,80%</i>

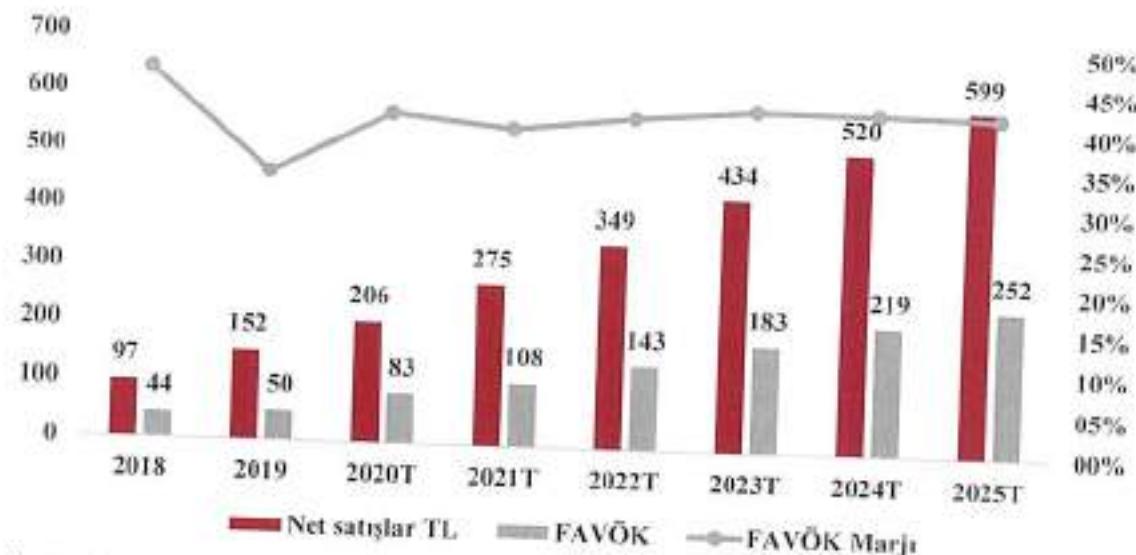
Kaynak: Şirket, OYAK Yatırım tahminleri

FAVÖK

Şirket için yapmış olduğumuz FAVÖK hesaplamaları, esas faaliyetlerden net diğer gelir ve gider kalemlerini içermemektedir. Şirketin kar marjları, 2017-2019 arasında aşağı göre nispeten düşük karlılık oranlarına sahip serum ve diyaliz satışlarının toplam satışlar içerisindeki payını artırması ile birlikte bir miktar gerilemiştir. 2017 brüt kar ve FAVÖK marjları sırasıyla %64,2 ve %47,8 seviyesindeyken, 2019'da %46,0 ve %33,0 seviyelerine inmiştir. 2020 yılı için ise net satışlardaki ilk 9 aydaki ciddi yükseliş ile birlikte kar marjları yeniden toparlanma dönemine girmiştir ve bu dönemde %51,0 brüt kar ve %41,6 FAVÖK marjına ulaşmıştır. Biz temkinli tarafta kalmak adına 2020 tüm yıl için brüt kar marjını %49,5, FAVÖK marjını da %40,6 olarak tahmin ediyoruz. Sonraki yıllar için ise aşırı taraflarda %57,5, serum ve diyaliz tarafı için %27,5 oranında brüt kar marjı tahmini ve faaliyet giderlerindeki yıllık %15 artış beklenisi ile birlikte FAVÖK marjinin 2020 yılındaki %40,6 seviyesinden 2025 yılına kadar sınırlı olarak %42'ye iyileşmesini bekliyoruz. Böylelikle 2020 tahminimiz olan 83,4 milyon TL FAVÖK rakamının da 2025 yılında %24,7 YBBO büyümeye ile 251,5 milyon TL seviyesine ulaşacağını tahmin ediyoruz.

Grafik 10: Satış ve FAVÖK Performansı


OYAK YATIRIM
MENHLİ DEĞERLER A.S.
 Arzojo Mh. İlyas İğdır Mah. 1. No: 78
 Kocaeli - 41270 Kocaeli 18 Şenyen ST. Tel: 0222 39 12 00
 Fax: 0222 3510 99 Nefis: 0222 39 004 0034
 Büyük Mükemmeller V.D. 649 003 9604



Kaynak: Şirket, OYAK Yatırım tahminleri

7.A.2. Yatırım Harecamaları:

Şirket'in öngörülerini kapsamında ve kapasitenin halihazırda yeterli olması dolayısıyla projeksiyon dönemi boyunca ciddi bir yeni yatırım harcaması yapılmayacağı öngörmüştür. Buna göre Şirket'in yatırım harcamalarının projeksiyon dönemi boyunca satışlara oranının azalacağı varsayılmış ve nihai dönemde reel büyümeye olmayacağı öngörüsü ile birlikte son yılda amortisman tutarına eşitlenmiştir. Şirket'in Yatırım ve tahminlerine ilişkin detaylar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 42: Yatırımlar

(TL)	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Yatırım Harecamaları	20.795.572	19.246.678	20.947.191	21.685.989	20.792.995	20.959.192
Satışlara Oranı (%)	10,12%	7,00%	6,00%	5,00%	4,00%	3,50%

Kaynak: Şirket, OYAK Yatırım tahminleri

7.A.3. İşletme Sermayesi İhtiyacı Projeksiyonu:

Ticari İşletme Sermayesi, 5 yıllık projeksiyon dönemi için tahmin edilirken Şirket'in özel bağımsız denetim raporunun bilanço ve gelir tablosu tutarlarına göre son 3 yıl ve 9 aylık ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma ve ortalama borç ödeme süreleri incelenmiştir. Son dönemi daha iyi yansıtması açısından 2020 9 aylık dönemin gün sayılarına yakın gün sayıları 2020 yılı için kullanılmıştır, sonrasında ticari alacak ve ticari borç günlerinde ufak iyileşmeler öngörmüştür. Ticari İşletme Sermayesinde görülen değişiklikler ve projeksiyon dönemine ilişkin bekentiler aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.


MENKU DEĞERLER A.S.
 İndirim No: 1000000000000000000
 İst. Adres: No: 7 Çankaya Mah. 5. Blok No: 700
 İst. No: 0312 240 00 00
 İst. Telefon: 0312 240 00 00
 İst. Fax: 0312 240 00 00
 İst. E-posta: menku@menku.com.tr
 İst. Web: www.menkud.com.tr

Tablo 43: İşletme Sermayesi İhtiyacı

İşletme sermayesi tahminleri	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
İşletme Sermayesi	57.488.302	71.736.550	90.640.810	111.742.615	131.981.530	149.199.916
İşletme Sermayesi / Satışlar	27,96%	26,09%	25,96%	25,76%	25,39%	24,92%
Ticari alacaklar	105.886.706	140.112.800	176.951.154	218.642.301	260.624.525	298.596.702
Stoklar	15.658.307	21.992.361	27.599.238	33.985.449	40.663.016	46.953.276
Ticari borçlar	64.056.712	90.368.611	113.909.582	140.885.135	169.306.010	196.350.062
Alacak Tahsil Süresi	188	186	185	184	183	182
Stok Devir Süresi	55	55	55	55	55	55
Borç Ödeme Süresi	225	226	227	228	229	230
İşletme sermayesindeki değişim	14.178.380	14.248.248	18.904.261	21.161.804	20.238.915	17.218.385

Kaynak: Şirket, OYAK Tatarım tahminleri

7.A.4. Ağırlandırmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) Hesabı:

Nakit akım projeksiyonlarının bugünkü değerinin tespiti için kullanılan AOSM değerine ilişkin detaylar aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 44: AOSM

Risksiz getiri oranı	14,00%
Beta	0,74
Hisse risk primi	5,50%
Vergi oranı	20,0%
Borç oranı	43,9%
Özkaynak oranı	56,1%
Sermaye maliyeti	18,1%
Şirket risk primi	6,00%
Vergi Öncesi Borç Maliyeti	20,0%
AOSM	17,2%

Kaynak: OYAK Yatırım tahminleri, Bloomberg

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasının varsayımları şunlardır:

Risksiz getiri oranı hesaplanırken, Türkiye'deki 10 yıllık TL tahlil (ISIN TRT080328T15) oranındaki değişimler takip edilmiş olup, seviyeler göz önüne alındığında mevcut durum için %14 esas alınmıştır.

Beta değeri olarak benzer şirket pazar analizimizde kullandığımız ve Şirket'in faaliyetleri ile benzer alanda faaliyet gösteren yurtdışındaki şirketler ile yurt içinde Deva Holding A.Ş.'nin ("DEVA") kaldıraklı Beta'sı kullanılmıştır. Halka açık olmayan şirketlerin beta değeri hesaplanırken benzer şirket veya şirketlerin finansal borçlarının kaldırıç etkisinden arındırılması amacıyla aşağıda yer alan formül ile hesaplanan kaldırıçsız beta değeri kullanılmaktadır. Türk lira için beta değeri hesaplanırken de bu karşılaştırılan şirketlerin

OYAK YATIRIM
 MENKİ DEĞERLER A.Ş.
 İstinye Mah. Kestelburgaz Caddesi 10 No: 70/1 D: 502/1 34347 İSTANBUL
 Tel: 0212 300 01 99 Mənz. N: 0649 0037 6045094
 Böyük Mikelleler YD: 649 003 9504

kaldırımsız beta değerlerinin medyan değeri olan 0,45'e Türk İlaç'ın kaldırıç oranları uygulanarak kaldırıçlı beta değeri 0,74 olarak hesaplanmıştır. DEVA ve yurtdışı benzer şirketler için kaldırıçlı beta değeri hesaplamırken son iki yıllık periyod için günlük hesaplanan beta değeri kullanılmıştır.

$$B_L = B_U (1-T)^k(D/E)$$

- B_L : Kaldırıçlı Beta Katsayısi
- B_U : Kaldırımsız Beta Katsayısi
- T : Kurumlar vergisi oranı
- D : Finansal Borçlar
- E : Özkaynaklar

Tablo 45: Benzer Şirketler Beta Analizi

Şirket	Ülke	Kaldırıç Beta	Fin. Borç / Özkaynak	Vergi Oranı	Kaldırımsız Beta
DEVA	Türkiye	0,65	0,65	22%	0,43
ALKALOID AD SKOPJE	Makedonya	0,28	0,12	10%	0,25
ASTRA INDUSTRIAL GROUP	Saudi Arabistan	0,79	0,63	20%	0,53
DONGKOO BIO & PHARMA CO LTD	Güney Kore	0,87	0,23	25%	0,74
NICHI-IKO PHARMACEUTICAL CO	Japonya	0,83	1,18	30%	0,45
OREXO AB	İsveç	0,85	0,52	21%	0,60
PANACEA BIOTEC LTD	Hindistan	0,50	3,15	48%	0,19
SOPHARMA AD SOFIA	Bulgaristan	1,08	0,64	10%	0,68
ZENTIVA SA	Çek Cumhuriyeti	0,44	0,01	19%	0,44
Medyan		0,79	0,63	21%	0,45

Kaynak: Bloomberg, Vergi Oranları OECD (Corporate Tax Statistics Database)

Tablo 46: Benzer Şirketler Beta Analizi

Türk İlaç	
KV Finansal Borçlar (TL)	81.996.120
UV Finansal Borçlar (TL)	33.671.450
Özkaynak (TL)	147.810.532
Türk İlaç Kaldırıçlı Beta	0,74

Kaynak: Şirket

Piyasa risk primi %5,50 olarak varsayılmıştır. Piyasada Türkiye tarafına yönelik oluşturulan raporlar da incelendiğinde, risk priminin genel olarak %5,50 civarında kabul görülmektedir.

Vergi oram 2021-2025 yılları için %20 olarak alınmıştır.

Şirket'in finansal borçlarının, finansal borçlar ve özkaynak toplamına oram olarak %43,9 kullanılmıştır.

Şirket'in borçlanma maliyeti mevcut durumda daha düşük olmasına karşın muhafazakar bir yaklaşımla borçluluk oramının piyasada mevcut faiz oranlarına yakınsaması adına %20 olarak alınmıştır.

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERİLER A.Ş.
 Marmara Mah. Erenler İnegöl Cd. No: 100/1 Tel: 0216 540 0034
 İnegöl 26280 Kocaeli 16 Şenyeri İnegöl 0216 540 0034
 Fax: 0216 540 0034 Mera No: 0216 540 0034
 Büyük Mucitler V.D. 649 003 9524

Bu varsayımlar ışığında AOSM %17,2 olarak hesaplanmıştır. Hesaplama kullanımları oranların değişmeyeceği varsayılmıştır.

7.A.5. İNA ve Tahminler:

Halka arz edilecek Şirket'in tahminleri, kısmen Şirket'in öngörüler ile oluşturulması ve birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle, geleceğe ilişkin herhangi bir taahhüt niteliği taşımamaktadır. Tahminlerin değişmesi durumunda farklı pay başına değer söz konusu olabilir.

Tahmini serbest nakit akışı projeksiyonları, %5 üç büyümme değeri ve %17,2 AOSM ile 8 Şubat 2021 tarihine indirgenen verilerden çıkan sonuca Şirket'in 30 Eylül 2020 tarihindeki 114 milyon TL'lik net borç tutarı eklendiğinde çıkan piyasa değeri 871 milyon TL'dir. Şirket'in 67 milyon TL olan ödenmiş sermayesine göre hesaplanan pay başına değer 12,99 TL'dir.

Tablo 47: İndirgeamiş Nakit Akım Projeksiyonları

Türk Lirası - İNA değerlerine (TL)	2018	2019	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Satışlar	97.297.344	152.120.489	205.577.914	274.952.537	345.119.845	433.719.781	519.824.872	598.534.046
<i>İstihdam değişim</i>	<i>-84,1%</i>	<i>-56,3%</i>	<i>-31,1%</i>	<i>-23,7%</i>	<i>-27,0%</i>	<i>-24,2%</i>	<i>-19,9%</i>	<i>-15,2%</i>
FAVÖK	44.404.341	60.194.788	83.421.621	107.612.533	141.678.940	181.691.584	218.904.868	251.546.011
<i>Faaliyet karı</i>	<i>-45,6%</i>	<i>-33,0%</i>	<i>-40,6%</i>	<i>-29,1%</i>	<i>-40,9%</i>	<i>-42,1%</i>	<i>-41,1%</i>	<i>-42,0%</i>
Faaliyet Karı + Fazlıyat Karı	40.495.906	45.170.540	73.499.518	96.614.431	128.714.146	165.345.793	200.710.998	230.586.819
<i>Vergi oranı* faaliyet karı</i>	<i>-33,10%</i>	<i>-29,7%</i>	<i>-31,0%</i>	<i>-35,1%</i>	<i>-36,9%</i>	<i>-38,1%</i>	<i>-35,0%</i>	<i>-35,2%</i>
<i>Etkili vergi oranı</i>	<i>0,8%</i>	<i>22,5%</i>	<i>17,1%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>
Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı	40.163.796	24.820.424	60.954.341	77.291.545	101.971.317	132.276.635	160.548.798	184.469.456
Yatırım	(16.162.379)	(25.399.166)	(23.795.372)	(19.246.475)	(10.947.191)	(11.683.969)	(10.712.923)	(10.559.192)
Araçlarımın Değerlendirimi	3.805.235	3.805.235	9.922.103	10.988.101	13.964.794	17.348.791	18.193.871	20.559.192
İplikle semayeye değişim	1.281.912	(26.542.943)	(34.178.380)	(14.248.248)	(18.904.281)	(21.101.804)	(20.238.915)	(17.218.383)
SNA	29.188.564,3	(13.216.452,3)	35.902.492,4	54.794.720,5	77.684.659,1	106.837.632,3	137.730.768,3	167.251.070,3
<i>İkinci orası</i>				0%	87%	74%	63%	54%
<i>indirgeamiş değer</i>				0	42.485.395	37.119.331	37.572.960	37.353.536
SNA bugünkü değer	318.605.631		32%					
Üçüncü değerlendirme değer	665.681.387		60%					
Hedef firması değer	984.285.819							
Net borc	113.682.104							
Hedef öznumaya değer	870.602.815		12,0%					

Koymak: OYAK Yatırım Tahminleri, SNA: Serbest Nakit Akışı, Faaliyet karı: Brüt kar eksü faaliyet giderleri, FAVÖK: faaliyet karı artı amortisyon. *30.09.2020 tarihli Bağımsız Denetim Raporu'ndan hesaplanan tutar.

7.B. Piyasa Çarpanları Yöntemi

Şirket'in 2019 yılı verileriyle, 2020 yılının ilk dokuz ayı ile 2019 son çeyrek verilerinin toplamıyla hesaplanan 9A2020 yıllıklandırılmış FAVÖK ve Net Kar tutarları ile 2020 yıl sonu tahmini tutarlar aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Raporun genelinde de olduğu gibi hesaplamlarda kullanılan FAVÖK tutarı esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderler hesaplarını içermemektedir. Gerek yurt içi gerekse yurt dışı çarpan analizleriyle hesaplanan hedef fiyatlarında, Finnet veri programı ve Bloomberg veri terminalinden alınan yıllıklandırılmış veriler kullanılmıştır.

OYAK YATIRIM
MENkul DEĞERLERİ A.Ş.
 Ayazağa Mah. Kemerburgaz Cd. No:100/100
 Blok No: 100/101, 18. Semerkand Mah.
 Tel: 0212 314 2100
 Fax: 0212 314 2149 Müraciye: 0212 314 2124
 E-mail: menkuldegeriler@oyakyatirim.com

Tablo 48: Finansal Veriler

Türk İlaç TL	2019	2020/09*	2020T
FAVÖK	50.194.788	95.351.463	83.421.621
Net Kar	13.482.151	51.803.860	41.767.221
Net Borç	111.698.780	113.682.104	113.682.104**

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları. *2020/09 net kar ve FAVÖK değerleri yıllıklandırılmıştır.

**2020 yılı Net Borç rakamı

7.B.1. Yurt İçi Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları:

Şirket için yapılan yurt içi çarpan analizinde, Şirket'in ana faaliyet alanına mümkün olduğu kadar yakın şirketler seçilmeye çalışılmıştır. Bu kapsamında BİST içerisinde Şirket'e birebir benzer iş yapan şirket bulunmamakla birlikte özellikle sağlık ve ilaç sektöründe faaliyet gösteren şirketler incelenmiştir. Buna göre 8 Şubat 2021 tarihi kapamı ile itibarıyla Borsa İstanbul'da işlem gören, kriterlerimize uygun sağlık ve ilaç sektörü şirketlerinin piyasa çarpanları takip eden tabloda sunulmuştur. 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 kullanılmıştır. Ayrıca F/K ve PD/DD oranlarına da bakılmış olup, şirketin nakit yaratma kapasitesini kabaca en iyi temsil ettiği düşünülen FD/FAVÖK oranı ile hesaplanan değerlerin değerlendirme sonucunda kullanılması uygun görülmüştür.

Çarpan analizi yapıldıken Borsa İstanbul'da işlem gören sağlık sektöründeki şirketler incelenmiştir. Söz konusu şirketler arasında Lokman Hekim Engürüşağ 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 İlaç ile aralarında ciddi farklılıklar göstermesi sebebiyle çarpan analizine dahil edilmemiştir. Eis Eczacıbaşı İlaç, Sinai ve Finansal Yatırımlar Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("ECILC") ve RTA Laboratuvarları Biyolojik Ürünler İlaç ve Makine Sanayi Ticaret A.Ş.'nin ("RTALB") FD/FAVÖK çarpanlarının 25'ten büyük olması nedeniyle analize dahil edilmemiştir.

Tablo 49: Yurt içi karşılaştırılabilir şirketler çarpanları

TL	Piyasa Değeri	Vıllıklandırılmış 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

2020T FAVÖK

30.09.2020 net borç

FD/FAVÖK çarpanı ile
hedef piyasa değeri

Pay başına değer

12,21

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları. FİMET Veritabanı, 08/02/2021 kapandı

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Metin Gözde İh. Kariyerburgaz Cd. 100. No: 54. 78
 34749 Arnavutköy / İstanb. / Tel: 0212 311 7770
 Fax: 0212 311 7771 / Mesaj: No: 0549 0037 6040 0034
 Başak Kocaeli V.D. 649 003 9604

FD/FAVÖK çarpanı kullanarak ulaşılan hedef piyasa değeri 817,8 milyon TL, hisse başına hedef fiyat ise 12,21 TL olarak hesaplanmaktadır.

7.B.2. Yurt Dışı Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpanları:

Bloomberg verilerine göre hazırlanan karşılaştırılabilir şirketler kümesinde çoğu şirket için tahmin eksikliği sebebiyle yıllıklandırılmış çarpanlar medyanına yer verilmiş ve hedef değere Şirket'in 2020 yılsonu tahmini değerleri üzerinden ulaşılmıştır. FD/FAVÖK çarpanı kullanarak ulaşılan hedef piyasa değerleri 802 milyon TL ve hedef fiyat 11,97 TL olarak bulunmaktadır. Zentiva Sa şirketinin FD/FAVÖK çarpanı 25'ten büyük olması sebebiyle analize dahil edilmemiştir.

Tablo 50: Yurt dışı karşılaştırılabilir şirketler çarpanları

Şirketler	Müşteri	Açıklama	Piyasa Değeri (USDmn)	E/K	FD/FAVÖK	PD/BD
ALKALOID AD SKOPJE	Makedonya	İlaç, kosmetik ve kimyasal ürünlere üretimi ve botanik ham maddelerin işlenmesi alanında faaliyet göstermektedir.	386	18,3	9,3	1,7
ASTRA INDUSTRIAL GROUP	Suudi Arabistan	Şirket, global olarak markalı jenerik ilaçları ve lisanssız ürünlere geliştirme, üretim, pazarlama ve dağıtım alanında faaliyet göstermektedir.	544	21,0	8,8	1,0
DONGKOO BIO & PHARMA CO LTD	Güney Kore	Dolaşım, solusyon sistemi, nöropsiyatri sistemi ilaçları, biyo ürünlər, kosmetikler ve cilt hizmetine yönelik tıbbi ekipman ve sağlıkçı gıdalar alanında faaliyet göstermektedir.	206	10,8	15,5	1,8
NICHI-IKO PHARMACEUTICAL CO	Japonya	Dolaşım, sindirim, soğanın, merkezi ve periferik sinir sistemlerine yönelik çeşitli ilaç türlerinin üretimi, satış, dağıtım, ihracatı ve ithalatı alanında faaliyet göstermektedir.	666	30,3	11,0	0,8
OREXO AB	İsviçre	Buprenorfin/nalokson ürünlere üretimi alanında faaliyet göstermektedir.	201	n.d.	13,9	3,1
PANACEA BIOTEC LTD	Hindistan	İlaç, aşı ve boyabonzerlerin amorfürme ve geliştirme, üretim, satış, dağıtım ve pazarlama alanında faaliyet gösteren biyoteknoloji şirketidir.	173	n.d.	13,7	3,4
SOPHARMA AD SOFIA	Bulgaristan	Kattı dozaj formları (hem şeker hem de film kaplama tabletler, sert jejun kapsüller); Yan kattı dozaj formları (kremler, jöller, merhemler, füller); Steril dozaj formları (terminal sterilizasyon ve aseptik hazırlık); Steril olmayan solüsyonlar (sungular, oral süspansiyonlar, kulak damaları, hirici kullanen sıvılar) gibi ilaçlar, jenerik ürün ve steril veteriner ürünlerin üretimi alanında faaliyet göstermektedir.	290	4,9	7,9	0,8
ZENTIVA SA	Çek Cumhuriyeti	Jenerik ve reçetezis ilaçların üretilmesi konusunda faaliyet göstermektedir.	503	50,5	26,1	3,2
2020T FAVÖK		83.421.621	Medyan	290,3	18,3	11,0
30.09.2020 net borç		113.682.104				1,7

**OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.S.**
 Adres: Mh. Kemalpaşa Cd. No: 10/1 İstanbul / 34378
 Tel: 0212 246 5000 - 0212 246 5001
 E-mail: menkuldegerler@oyakyatirim.com.tr
 Büyük Mədəniyyət VD: 545 013 5604

FDD/FAVÖK oranına göre hedef piyasa değeri	802.319,697
Pay başına değer TL	11,97

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları, Bloomberg

8. Sonuç

Değerleme çalışmamızda hem indirgenmiş nakit akımı hem de piyasa çarpanları yöntemlerini incelemiştir bulunuyoruz. İndirgenmiş nakit akımına %50, yurt içi ve yurt dışı çarpanları analizlerine %25'er pay vererek ulaştığımız halka arz öncesi hedef değerimiz 840 milyon TL ve halka arz öncesi sermayeye bölünerek bulunan hisse başına hedef değerimiz de 12,54 TL olmaktadır. Bulunan hisse başına hedef piyasa değerine **%20,3** halka arz iskontosu uyguladığımızda hisse başına **10,00 TL'lik halka arz fiyatına** ulaşıyoruz.

Tablo 51: Ağırlıklandırılmış Hedef Değer Sonucu ve İskonto Oranları

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
	Toplam	100%	840.323.629
	Pay başına değer		12,54

Halka Arz Öncesi Değer İskonto Hesabı (TL)

Nominal Sermaye	67.000.000
Halka Arz Fiyatı	10,00
Halka Arz Fiyatları İle Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	670.000.000
Hedef Piyasa Değeri	840.323.629
İskonto Oranı	-20,3%

Kaynak: OYAK Yatırım

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERİ İNSTITÜTÜ
Zafer Mah. Kemal Vurgun Cd. No: 120/12012-12-78
Blok Apt. No: 7C Kat: 18 Seviye: 157 M: 0212 514 12 00
Fax: 0212 514 12 09 Mersis No: 649 0039 6040 0034
Burg. M. Nüfus: V.D. 649 013 9804

İşbu fiyat tespit raporu, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayınlanan VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 1. fıkrası uyarınca, halka arz edilecek payların satış fiyatının nominal değerinden yüksek olması nedeni ile hazırlanmıştır.

Bu değerlendirme çalışmasında Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş.'nin ("Şirket") tarafımıza sağlamış olduğu yazılı, sözlü bilgilerden ve verilerden yararlanılmıştır. OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Kurum") olarak, fiyat tespit raporunda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan etmekle birlikte, tarafımızla paylaşılan bilgilerin doğru olmadıklarının ortaya çıkması halinde Kurumumuz ve çalışanlarla herhangi bir sorumluluk kabul edilmemiştir ve edilmeyecektir.

Kurumumuzca fiyat tespit raporu hazırlanan Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespiti yapılmamıştır. Muhataplarca değerlendirme yapılırken, fiyat tespit raporunda ifade edilen değerin, hukuki ve vergisel durum tespitleri haricinde belirlendiği gözardı edilmemelidir.

Bu Rapor ekde edilen bilgilerin objektif ve bağımsız bir şekilde sorgulanması sonucunda oluşturulan ve makul oldukları düşünülen tahmin ve projeksiyonlara göre hazırlanmıştır. Tahmin ve projeksiyonların benimsenmesinde gösterilen özene rağmen, şartlar ve olayların beklenildiği gibi gelişmemesi ve gelecekte yaşanabilecek olumsuz gelişmeler nedeni ile raporda kabul edilen tahmin ve projeksiyonların gerçekleşmemesi mümkündür. Bu tür durumlarda Şirket değerinin öngörülen şekilde oluşmaması halinde Kurumumuz ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu olmayacağından eminiz.

OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Sermaye Piyasası Kurulu'nun Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararında belirtilen niteliklere sahip olduklarını ve bağımsızlık ilkelerine uyduğunu beyan ederiz.

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Avrupa Mah. Kemerburgaz Cd. Voerman Bul. Park No: 2B
80. Apt. No: C Kavaklıdere Şenyer 01137 1100
İzmir/Turkey
Telsiz: 0232 44 44 444 Mera No: 0249 0351 040 0034
Büyük Mera No: 0249 003 9604

