ÜNLÜ Menkul

Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş.

‘Türk İlaç’

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu
Değerlendirme Raporu

24 Şubat 2021

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.
Ahi Evran Caddesi Polaris Plaza No: 21 K: 1 34398 Maslak - Sarıyer - İstanbul - Türkiye
T: +90 212 367 36 36 F: +90 212 346 10 40 www.unluco.com Tic. Sic. No: İstanbul-271186

İçindekiler

1. Raporun Amacı....3
2. Halka Arz Bilgileri....3
2.1 Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler....3
2.2 Halka Arza İlişkin Özet Tablo....4
3. Şirket Hakkında Özet Bilgi....5
3.1 Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş.....5
3.1.1 Türkiye Faaliyetleri....5
3.1.2 Ürün Bazlı ve Bölgelere Göre Satış Dağılımları....6
3.2. Pazar Hakkında Bilgi....6
3.3 Şirket Hakkında Finansal Bilgiler....7
3.3.1 Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı....7
3.3.2 Operasyonel Karlılık Oranları (2017, 2018, 2019 ve 9A20)....8
3.3.3 Gerçekleşen Brüt Kar ve Brüt Kar Marjı Gelişimi (2017, 2018, 2019 ve 9A20)....9
3.3.4 FAVÖK ve FAVÖK Marjı Gelişimi (2017, 2018, 2019 ve 9A20)....9
3.3.5 Gerçekleşen Net Kar ve Net Kar Marjı Gelişimi (2017, 2018, 2019 ve 9A20)....10
4. Değerleme Hakkında Özet Bilgi....10
5. Sonuç – Değerleme Hakkındaki Görüşümüz....11

Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş. ("Türk İlaç") Fiyat Tespit Raporu Değerlendirme Raporu

1. Raporun Amacı

İşbu rapor; Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") pay ve pay benzeri menkul kıymetlerin ihracına ilişkin usul ve esasların düzenlendiği 22/06/2013 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: VII, No: 128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesi 2. Fıkrası çerçevesinde ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış ve yayımlanmıştır. Rapor, Konsorsiyum Lideri OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("OYAK Yatırım") "En İyi Gayret Aracılığı" yoluyla arz edeceği Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş. (Türk İlaç) paylarının halka arzı kapsamında OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("OYAK Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nu yöntem, içerik ve varsayımlar açısından analiz edip değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin hazırlanan analiz raporunda 5. kısımda bulunan Sonuç (sayfa 11) değerlendirmelerimizin dışında kalan tüm bilgi ve veriler; izahname ve ekleri, tasarruf sahiplerine satış duyurusu ile OYAK Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

İşbu rapor yalnızca ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.'nin fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü ve değerlendirmeleri olup yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri, teklif veya tavsiye niteliği taşımamaktadır. Yatırım kararlarının halka arza ilişkin olarak KAP'ta yayınlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.

2. Halka Arz Bilgileri

2.1 Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler

Halka arz satış yöntemi "**Sabit Fiyat ile Talep Toplama**" ile gerçekleştirilecek olup, konsorsiyum lideri OYAK Yatırım ve diğer katılımcı kuruluşlar "En İyi Gayret Aracılığı" ile görev alacaktır.

Halka arz edilecek B grubu hisse senetleri – 2.000.000 TL nominal değerli olası ek satış hariç – 23.450.000 TL nominal adetten oluşmaktadır.

Halka arz fiyatı 10,00 TL olarak belirlenmiş olup, halka arz büyüklüğü ek satış dahil 254,500,000 TL'dir.

2.2 Halka Arza İlişkin Özet Tablo

Halka Arz	Halka Arz Öncesi Sermaye	67.000.000 TL	Halka Arz Fiyatı (1TL nom. pay için)	10,00 TL
	• **Ortak Satışı**	13.400.000 TL (nom.)	134 milyon TL	
	• **Sermaye Artırımı**	10.050.000 TL (nom.)	100,5 milyon TL	
	• **Ek Satış**	2.000.000 TL (nom.)	20 milyon TL	
	Halka Arz Sonrası Sermaye	77.050.000 TL	Arz Büyüklüğü (ek satış dahil)	234,5 mln TL (254,5 mln TL)
	Halka Açıklık Oranı (ek satış dahil)	%30,4 (%33)	Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	770,5 milyon TL
Talep Toplama	25 – 26 Şubat 2021			
Tahsisatlar	* Yurt İçi Bireysel : % 35 * Yurt İçi Kurumsal : % 35 * Yurt Dışı Kurumsal : % 30			
Halka Arz Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama			
Taahhütleri	Şirket, payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren bir yıl süreyle nakit artırım yoluyla bedelli sermaye artırımı yapılmayacağını, dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde halka arza konu edilmeyeceğini; Halka Arz Eden Pay Sahibi Mehmet Berat Battal, Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren bir yıl süreyle elinde bulunduracağı Şirket paylarını halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan borsada satmayacağını ve bu payların halka arz fiyatının altında borsada satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutmayacağını; taahhüt etmişlerdir.			
Fiyat İstikrarı	Hissenin işlem görmeye başlamasından sonra 30 gün boyunca yapılması planlanmaktadır. Ayrılacak azami fon ek satış yapılması durumunda buradan sağlanacak tutar kadar olacaktır.			

Kaynak: Türk İlaç, OYAK Yatırım

3. Şirket Hakkında Özet Bilgi[1]

3.1 Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş.

Türk İlaç Serum ve Sanayi A.Ş., 2010 yılında Ankara'da Battal Holding bünyesinde faaliyetlerine başlamıştır. Şirket'in ana faaliyet konusu eczacılığa ilişkin tıbbi ilaçlar, bakteriyel ve viral aşılar, ağrı kesiciler, antiserum ve beslenme serumlarının üretimini yapmaktadır.

Şirket 80.000 m^2'lik üretim alanında tıbbi cihaz grubu solüsyonları üretmektedir. Şirket, T.C. Sağlık Bakanlığı bulaşıcı hastalıklar bağışıklama programının stratejik ortağı ve ana tedarikçisi olmuştur. Yerli difteri tetanoz aşısı üretimini başarı ile gerçekleştirmiştir. Beslenme serumları üretim hatlarına sahip olup, Türkiye'de toplam 810 kamu hastanesine 6.000.000 üretim ve dağıtım gerçekleştirmiştir.

Şirket, aselüler boğmaca (boğmaca aşısı), hepatit B (HepB) ve beşli karma (DBT) aşılarının yerli üretimi konusunda teknoloji transferi anlaşma süreçlerini tamamlamıştır.

Şirket, T.C. Sağlık Bakanlığı Türkiye Halk Sağlık Kurumu Bulaşıcı Hastalık Kontrol Programları Başkan Yardımcılığı ile imzalanan sözleşme kapsamında okul aşıları Bağışıklama Programı kapsamında ihtiyaç duyulan okul aşıları için aşı tedarikçisidir. Devam eden aşı üretiminin yanında Şirket tablet kapsül üretim tesisi ile üretim ruhsatına sahip olduğu ürünler ile sektörde faaliyet göstermektedir.

3.1.1 Türkiye Faaliyetleri

Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş. ilaçta yerlileşme çalışmalarına hizmet etmek üzere donanımlı laboratuvarlarda AR-GE hizmeti vermekte ve fason üretim yapmaktadır. Şirket, hastanelerde kullanılan beslenme serumlarının, 120 miyon adet/yıl üretim kapasitesine sahip olup, ülkenin serum ihtiyacının %37'sini GMP standartlarına uygun olarak karşılamaktadır. Ayrıca bu serumları 7 ülkeye de ihraç etmektedir.

Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş. diyaliz merkezlerinin temel ihtiyacı olan diyaliz solüsyonlarını üretirken, 25 milyon litre/yıl kapasiteye sahiptir. Türkiye'de yerli üretimi olmayan, sadece ithal edilmek sureti ile kullanıma sunulan yoğun bakım ünitelerinin kritik ihtiyacı olan ve anestezi hastalarında kullanılan hemofiltrasyon solüsyon üretime başlamış ve kullanıma sunmuştur. Ayrıca, aşı konusunda imal ruhsatına sahip olan ve üretim tesisinde yıllık 30 milyon doz difteri tetanoz (TD) aşı üretim kapasitesine sahip şirket, difteri tetanoz (TD) aşı üretimi kapsamında ülke ihtiyacı olan 10 milyon dozun tamamını karşılamaktadır.

[1]Source: OYAK Yatırım, Türk İlaç

3.1.2 Ürün Bazlı ve Bölgelere Göre Satış Dağılımları

Net Satışlar (TL)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	9A19	9A20
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: OYAK Yatırım Fiyat Tespit Raporu

COĞRAFİ BÖLGE	2019 Yılı	2020 Yılı	Genel Toplam	Dağılım Oranı (%)
	(Lt)	(Lt)	(Lt)	(Lt)
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%
TOPLAM	**2.588.358**	**5.754.307**	**8.342.664**	**100,00%**

Kaynak: OYAK Yatırım Fiyat Tespit Raporu

3.2. Pazar Hakkında Bilgi

Sağlık harcamaları Türkiye'de GSYİH'nin yaklaşık %4.7'sini oluştururken Avrupa'da bu oran %8.8 düzeyindedir (TÜİK ve OECD). Artan dünya nüfusu ve uzayan insan ömrü sayesinde ilaç sektörüne olan talep her geçen gün artmaktadır. Bilim ve teknolojideki gelişmeler sayesinde ilaç sektörü sürekli olarak ilerleme kaydetmesi, yeni keşiflerle sektörün daha da gelişim göstermesi öngörülmektedir. 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). Son yıllarda Dünyada biyoteknolojik ürünlere doğru yönelim olup, sentez kimyasıyla yapılan üretimin ilaç pazarındaki payı azalmaktadır. Ülkemizde de bu trende uygun olarak biyoteknolojik ürünlere yönelmesi büyük önem taşımaktadır. Türkiye biyoteknolojik ilaç pazarı 2018'de 5,4 milyar TL'ye

ulaşmış olup toplam reçeteli ilaç pazarının yaklaşık %17'sine denk gelmektedir. Biyoteknolojik ilaçların toplam reçeteli ilaç pazarı içindeki payı, dünyadaki eğilime benzer şekilde giderek artmaktadır.

Sağlık sektörünün büyümesinde etkili olan en önemli faktör nüfus artışıdır. Genç bir nüfusa sahip ülkemizde de her yıl istikrarlı bir şekilde nüfus artışı görülmektedir. 2019 yılında Türkiye'de ilaç pazarı 40.7 milyar TL'lik bir hacme ulaşırken kutu ölçeğinde ise 2,37 milyara ulaşmıştır. Türk ilaç sektörü, yüksek katma değerli bir pazar olması ve ileri teknolojiye sahip üretim yapısıyla dünya genelinde rekabet eden bir sektördür. 2019 yılında gerçekleşen yerli ilaç üretimi, 2010'dan bu yana ilk defa ithal edilen ilaç payını geçmiştir. Pazar dahilinde ithal ürünler 2019'da değerde 19,5 milyar TL, kutuda ise 0,29 milyar hacme ulaşmıştır. Yurt içinde üretilen ilaçlar ise 2019'da 21,2 milyar TL'ye ve 2,07 milyar kutu satışı gerçekleşmiştir (IQVIA, İEİS). Bu farkın ithal ürünlerin fiyatlarının daha hızlı artmasına ve yerli imal ürünlere yönelik motivasyona bağlı olduğu görülmektedir.

3.3 Şirket Hakkında Finansal Bilgiler

Şirket'in geliri 2018 yılında %84, 2019 yılında %56 artış göstermiştir. 30 Eylül 2020'de sona eren dokuz aylık dönemde ise 2019 yılı yıllık cirosu kadar geliri olmuştur. 2019 yılı satış geliri 152.120.489 TL iken 30 Eylül 2020'de sona eren dokuz aylık dönemde satış geliri 155.599.289 TL olmuştur. Şirket'in brüt kar marjı yıllar itibari ile %50 civarında gerçekleşmiştir. Şirket, cari durum itibariyle, varlıklarını %43 özkaynak ve %57 yabancı kaynak oluşturmaktadır. 30 Eylül 2020'de sona eren dokuz aylık dönemde 33 milyon TL'lik net kar sağlamıştır.

3.3.1 Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

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. Şirket'in 67.000.000,00 TL nominal tutarındaki mevcut sermayesinde, halka arz eden Mehmet Berat Battal'ın toplam 62.310.000 TL nominal değerde ve %93 oranında payı bulunmaktadır. Toplam 13.400.000,00 TL nominal değerli B Grubu paylar halka arz edilecektir ve toplam 10.050.000,00 TL nominal değerde sermaye artırımı olacaktır. Ek satış olması halinde, halka arz eden Mehmet Berat Battal'ın sahip olduğu toplam 2.000.000,00 TL nominal değerli B Grubu paylar ek satışa konu edilebilecektir.

Şirket'in güncel ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Ortağın Unvanı	Grubu	Halka Arz'dan Önce		Halka Arz'dan Sonra		Halka Arz'dan Sonra (ek satış olursa)	
		TL	%	TL	%	TL	%
Mehmet Berat Battal	A	20.100.000	30,00	20.100.000	26,09%	20.100.000	26,09%
Mehmet Berat Battal	B	42.210.000	63,00	28.810.000	37,39%	26.810.000	34,80%
Özlem Akkaya	B	3.015.000	4,50	3.015.000	3,91%	3.015.000	3,91%
İsmail Erdoğan	B	1.675.000	2,50	1.675.000	2,17%	1.675.000	2,17%
Halka Açık Kısım	B	-	-	23.450.000	30,43%	25.450.000	33,03%
TOPLAM		**67.000.000**	**100,00%**	**77.050.000**	**100,00%**	**77.050.000**	**100,00%**

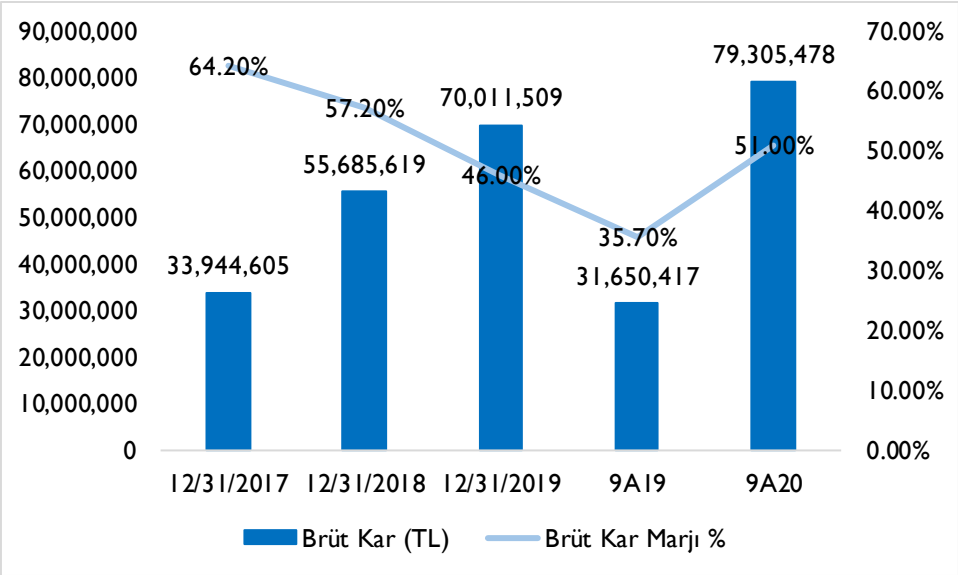
Kaynak: OYAK Yatırım Fiyat Tespit Raporu

3.3.2 Operasyonel Karlılık Oranları (2017, 2018, 2019 ve 9A20)

TL	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	9A19	9A20
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	48,0%	46,0%	33,0%	22,0%	42,0%
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%

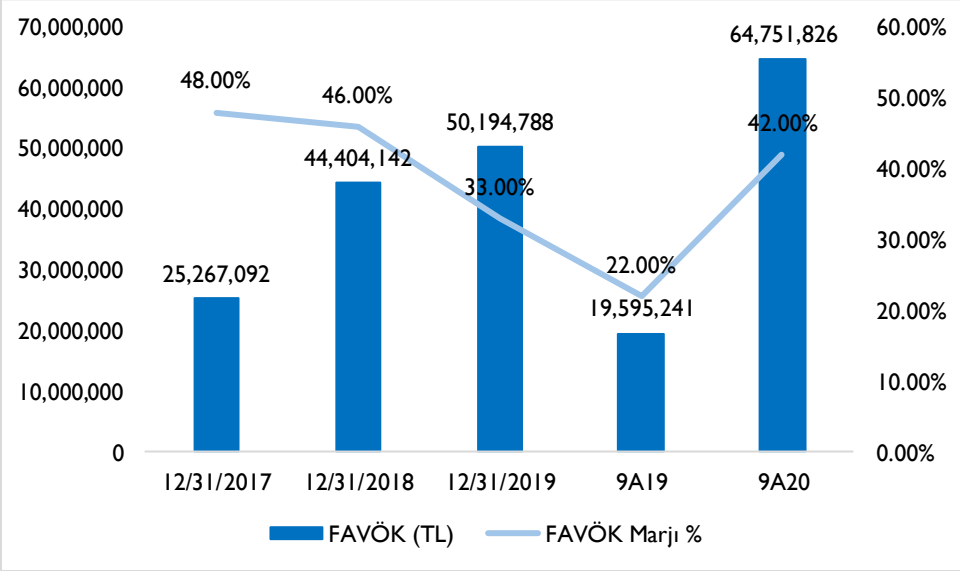
Kaynak: OYAK Yatırım Fiyat Tespit Raporu

3.3.3 Gerçekleşen Brüt Kar ve Brüt Kar Marjı Gelişimi (2017, 2018, 2019 ve 9A20)



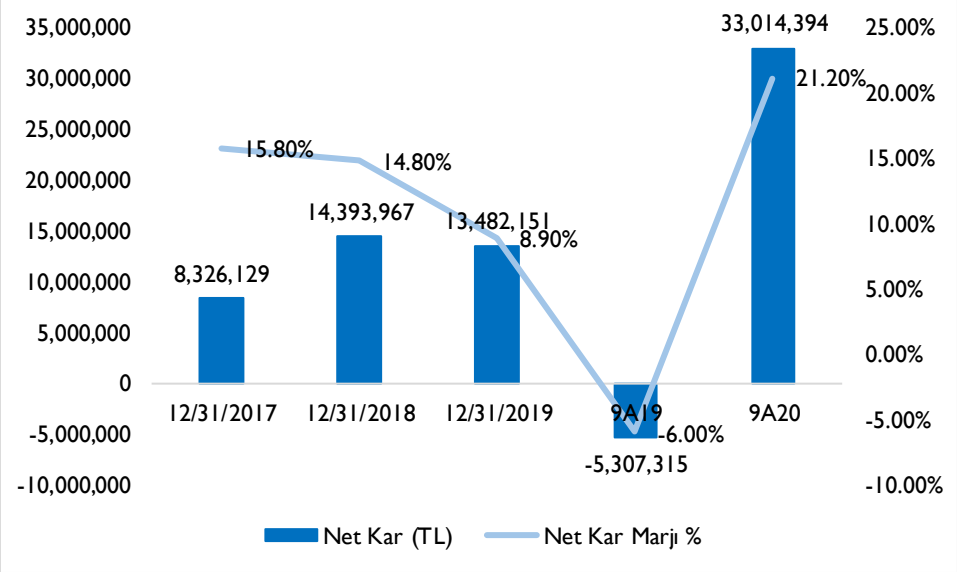
Kaynak: OYAK Yatırım Fiyat Tespit Raporu

3.3.4 FAVÖK ve FAVÖK Marjı Gelişimi (2017, 2018, 2019 ve 9A20)



Kaynak: OYAK Yatırım Fiyat Tespit Raporu

3.3.5 Gerçekleşen Net Kar ve Net Kar Marjı Gelişimi (2017, 2018, 2019 ve 9A20)



Kaynak: OYAK Yatırım Fiyat Tespit Raporu

4. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş değerleme çalışmasında İNA ile yurtiçi ve yurtdışı çarpan analiz yöntemleri kullanılmıştır.

İNA yöntemi kullanılarak ulaşılan hedef piyasa değeri 870,6 milyon TL, hisse başına hedef fiyat ise 12,99 TL'dir. Yurtiçi FD/FAVÖK çarpan analizi kullanılarak ulaşılan hedef piyasa değeri 817,8 milyon TL, hisse başına hedef fiyat ise 12,21 TL'dir. Yurtdışı FD/FAVÖK çarpan analizi kullanılarak ulaşılan hedef piyasa değeri 802,3 milyon TL, hisse başına hedef fiyat ise 11,97 TL'dir.

Ağırlıklandırılmış değerlemeye göre halka arz öncesi toplam hedef değer ise 840,3 milyon TL'dir. Buna göre birim pay fiyatı 12,54 TL olarak tespit edilirken halka arz fiyatı ise %20,3 oranındaki iskonto sonrasında 10 TL olarak belirlenmiştir.

Değer Tespit Yöntemi	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**

Kaynak: OYAK Yatırım Fiyat Tespit Raporu

5. Sonuç – Değerleme Hakkındaki Görüşümüz

Fiyat Tespit Raporu'nda kullanılan finansal bilgilerin ve değerleme yöntemlerinin anlaşılır olduğunu düşünüyoruz. Değerleme yapılırken tek bir yönteme bağlı kalmak yerine birden fazla yöntemin kullanılmış olmasının sağlıklı bir sonuca işaret ettiğini düşünüyoruz. İNA yöntemine daha fazla (%50) yurtdışı ve yurtiçi çarpan yöntemine ise daha az ve eşit ağırlık (%25'er) verilmesinin uygun olduğunu düşünüyoruz. FD/FAVÖK çarpanı ile analiz yapılırken çarpanları ortalamanın çok üzerinde olan şirketlerin değerleme dışında bırakılmasını doğru buluyoruz. Sonuç olarak hesaplanan 12,54 TL'lik pay fiyatını ve halka arz iskontosu uygulanarak elde edilen 10 TL'lik halka arz fiyatını makul buluyoruz.

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. ("ÜNLÜ & Co"), Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") tarafından yetkilendirilmiş ve SPK düzenlemelerine tabi bir kurumdur. Bu rapor ÜNLÜ & Co tarafından hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgiler ve diğer kaynaklardan temin edilen bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup ÜNLÜ & Co tarafından denetlenmemiş veya bağımsız olarak doğrulanmamıştır. Bu raporda yer alan bilgilerin eksiksiz olduğu iddiası bulunmadığı gibi bilgilerin her zaman değişikliğe uğrayabileceği göz önüne alınmalıdır.

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. SPK Mevzuatı gereğince, yatırım danışmanlığı hizmeti, yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir ve yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Söz konusu görüşler herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olmayıp Yatırımcılar'ın mali durumu ile risk ve getiri tercihlerini de uygun olmayabilir. Bu sebeple, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı alınması, beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Zarara uğramamak için gerekli basiret, dikkat ve özen gösterilmelidir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımından dolayı ve burada yer alan görüşlere dayanarak Yatırımcılar'ın ve üçüncü tarafların işlem yapması durumunda uğranılacak maddi ve manevi zararlardan ÜNLÜ & Co ve ÜNLÜ & Co çalışanları sorumlu değildir ve bu konuda ÜNLÜ & Co'dan herhangi bir talepte bulunulamaz. Bu rapor ABD'de dağıtılmak için hazırlanmamıştır.