

Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler

Talep Toplama Tarihi	25-26 Şubat 2021
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama Yöntemi
Mevcut Ödenmiş Sermaye	67.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	%30.4 (Ek satış dahil %33)
Halka Arz Metodu	10.050.000 TL Sermaye Artırımı ve 13.400.000 TL Ortak Satışı
Ek Pay Satışı	2.000.000 TL
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	23.450.000 TL
Ek Satış Dahil Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	25.450.000 TL
Fiyat	10.00 TL
Halka Arz Büyüklüğü	234.500.000 TL (254.500.000 TL ek satış dahil)

Kaynak: Oyak Yatırım Menkul Değerler Fiyat Tespit Raporu, İzahname

Ortak	Grubu	ARZ ÖNCESİ		ARZ SONRASI		ARZ SONRASI (Ek Satış Dahil)	
		Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)
Mehmet Berat Battal	A	30.00	20.100.000	26.09	20.100.000	26.09	20.100.000
Mehmet Berat Battal	B	63.00	42.210.000	37.39	28.810.000	34.80	26.810.000
Özlem Akkaya	B	4.50	3.015.000	3.91	3.015.000	3.91	3.015.000
İsmail Erdoğan	B	2.50	1.675.000	2.17	1.675.000	2.17	1.675.000
Halka Açıklık	B	-	-	30.43	23.450.000	33.03	25.450.000
TOPLAM		100,00	67.000.000	100,00	77.050.000	100,00	77.050.000

Kaynak: Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

Şirket payları A ve B olmak üzere iki pay grubundan oluşmaktadır. İhraççı'nın paylarının %30'u A grubu pay sahiplerini oluşturan gerçek kişi olan Mehmet Berat Battal'ın mülkiyetinde bulunmaktadır. A grubu pay sahiplerinin yönetim kuruluna aday gösterme imtiyaz hakkı vardır. Yönetim Kurulunun 5 üyeden oluşması durumunda 2 yönetim kurulu üyesi; 6 veya 7 üyeden oluşması halinde 3 yönetim kurulu üyesi; 8 veya 9 üyeden oluşması halinde ise 4 yönetim kurulu üyesi A grubu pay sahipleri tarafından belirlenecek adaylar arasından, Genel Kurul tarafından seçilecektir. Bunun yanında, Genel Kurul toplantısında hazır bulunan pay sahiplerinin veya yetkililerin, her bir A grubu pay sahipleri için 5 oyu bulunmaktadır. B grubu payların herhangi bir imtiyazı yoktur. (Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, İzahname)

Şirket Hakkında Özet Bilgi:

Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş., 2012 yılında 50.000 TL sermaye ile aşı, serum, katı ve likit form tıbbi beşeri ilaç üretimi konusunda faaliyet göstermek üzere Ankara'da kurulmuştur. Türk İlaç'ın ana faaliyet konusu eczacılığa ilişkin tıbbi ilaçlar, bakteriyel ve viral aşılarda, ağrı kesiciler, antiserum ve beslenme serumlarının üretimini yapmaktır.

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

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.

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

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

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

Türk İlaç 2015 yılında 56 milyon doz difteri tetanos yetişkin tip aşı üretimi için T.C. Sağlık Bakanlığı ile yedi yıla yaygın uzun dönem alım garantili bir ihale sözleşmesi imzalamıştır. Böylece "Erişkin Tip Difteri Tetanoz Aşısı Alımı Projesi" kapsamında, yetişkin tip difteri tetanos aşısını tedarik ve teknoloji transferi yolu ile üretim ve yatırım çalışmalarına başlanmıştır. Türk İlaç, aynı yıl Dünya Sağlık Örgütü 978 numaralı Tenik 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 iştirak etmeye başlayan Şirket, Hepatit B aşısı için tedarikçi konuma gelmiştir. Şirket aynı zamanda 2015 yılında onaylı aşı üreticisi 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 iştirak etmeye başlamış ve PPD test teberkülün 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. Türk İlaç, aynı dönemde TC. Sağlık Bakanlığı Üretim Tesisi İyi İmalat Uygulamaları Sertifikası (GMP) belgesini de almıştır. Şirket Hong Kong menşeli botox üreticisi Hugh Source International Ltd. (LLanzou Bio Technique Development Co.) ile ruhsatlandırma çalışmalarının başlatılması için ürünün Türkiye tek yetkili temsilcisi olarak anlaşma imzalamıştır. 2016 yılında ise Şirket'in daha önce 3500lt/saat kapasite olan serum üretim kapasitesi 10.000 lt/saat kapasitesine yükseltilmiştir.

2017 yılında Şirket'in üretimini yapmakta olduğu serum ürünleri için devam eden ruhsatlandırma süreçleri sona erdirirken aynı zamanda Ar-Ge çalışmaları tamamlanan 9 adet ampul ürünü için ruhsat müracaatlarını da tamamlamıştır. 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 başlamıştır. 2018 yılına gelindiğinde Türk İlaç, tıbbi cihaz kapsamında yer alan diyaliz hastalarının tedavisinde kullanılan diyaliz solüsyonu üretim tesis yatırımını 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 tesisi yatırımını tamamlamıştır. Türk İlaç, devam eden aşı üretimleri ve seri serbest bırakma kontrollerinin yapılabilmesi için gerekli olan hayvan laboratuvarı kurumunu tamamlamıştır.

2019 yılında hücre kültürü üretimini tamamlanmış, antijenden başlayan aşı üretimine ilişkin tesis kurulumu, donanım, ana ve yardımcı unsurlar hazır hale getirilmiştir. Hücre kültürü üretimi ile biyolojik ürünler üretimini de kapsayan yeni GMP belgesi almış, üretim kalite süreçlerinin uluslararası standartlarda izlenebilirliği ilkesi kapsamında Doküman Yönetimi, Değişiklik Kontrol Yönetimi, Sapma Yönetimi ve Limit Dışı Durum Yönetimini takip eden Qmex yazılım yatırımı yapılarak sistem aktif

olarak kullanıma açılmıştır. Laboratuvar analiz süreçlerinin uluslararası standartlara uyumluluk ilkesine istinaden Empower ve LABX system yatırımları tamamlanarak uygulamaya geçirilmiştir. İlk yerli Difteri Tetanoz aşısı imal ruhsatı alınmıştır.

Türk İlaç, aşısı üretimini de kapsam içine alan GMP belgesini alarak, "Erişkin Tip Difteri Tetanoz Aşısı Alımı Projesi"nin tüm aşamalarını başarı ile hayata geçirmiştir. T.C. Sağlık Bakanlığı yerli aşısı imalat ruhsatı 04.07.2020 tarihinde alınmış olup okul aşısı arasında yer alan difteri tetanoz (TD) aşısı üretimine başlamıştır. Ar-Ge çalışmaları tamamlanan 6 adet ampul ürünü için ruhsat müracaatları tamamlanmıştır. Tüm dünyayı yakından ilgilendiren corona virüsü ile ilgili çalışmalar yürütmekte olan Türk İlaç, dünyadaki Ar-Ge merkezleri ve üreticilerle COVID aşısının Türkiye'de üretilebilmesi gayesi ile görüşmelere başlamıştır.

Şirketin merkez adresi Büğdüz Mahallesi Enverpaşa Caddesi No:8 Akyurt / ANKARA'dır. 2020 itibari ile şirketin bünyesinde çalışan personel sayısı 422 kişidir (31 Aralık 2019: 402 kişi, 31 Aralık 2018: 183 kişi, 31 Aralık 2017: 78 kişi) (Kaynak: İzahname)

İşletmenin Faaliyet Gösterdiği Sektör Hakkında Bilgi

Global Sektör Görünümü

Artan dünya nüfusu ve uzayan insan ömrü ile beraber ilaç sektörüne olan talep her geçen gün artmaktadır. Bilim ve teknolojiadaki 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 kapsamı nedeniyle yeni ürünlerin tüketicilere sunulma sürecinin diğer sektörlere 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 ABD\$'a ulaşırken, 2019'da bu tutar %5 oranında artışla 1.3 trilyon ABD\$ olmuştur (OECD). Sektörün 2020-2023 yıllarını kapsayan 3 yıllık bir dönemde 1.5 trilyon ABD\$ büyüklüğe ulaşması beklenmektedir (Kaynak: KPMG Dünya'da İlaç Sektörü Raporu).

2018 yılsonu verilerine göre dünya genelinde tedavi alanı baz alınarak yapılan ayırmda ilaç satışlarında 124 milyar ABD\$ ile en büyük payı onkoloji ilaçları alırken, 49 milyar ABD\$ ile anti-diyabet ilaç satışları takip etmektedir. Anti-romatizmal ilaçlar 58 milyar ABD\$ ile üçüncü sırada yer alırken, aşılarda ise 31 milyar ABD\$ 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 önümüzdeki dönemlerde de satışlarını artırarak Pfizer ile daha yakın rekabet içine gireceği tahmin edilmektedir.

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

Son yıllarda Dünyada biyoteknolojik ürünlere doğru yönelim görülmekte olup, sentez kimyasıyla üretilen ürünlerin ilaç pazarındaki payı azalmaktadır. Ülkemizin de bu trende uygun olarak biyoteknolojik ürünlere yönelmesi 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'sini 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).

Yurtiçi Pazar Görünümü

Sağlık harcamaları Türkiye'de 2019 yılsonu verilerine göre Gayri Safi Yurtiçi 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.

Sağlık sektörünün büyüme dinamiklerini oluşturan en önemli etkenlerden bir tanesi nüfus artışıdır. Genç ve dinamik bir nüfusa sahip ülkemizde 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, İEİS).

2010-2019 yılları arasında 10 yıllık dönem incelendiğinde ilaç pazarının 2010 yılındaki 13.39 milyar TL düzeyinden %204 oranında artışla 2019 yılında 40.7 milyar TL düzeyine ulaştığı görülmektedir. Bu büyüme, bileşik bazda yıllık (CAGR) %12 düzeyinde bir artış ifade etmektedir. Hacim ölçeğinde bakıldığında ilaç pazarı, 2010 yılında 1.62 milyar kutudan %50 artışla 2019 yılında 2.40 milyar kutuyu 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 girmiş ve yerli firma sayısı 358'e ulaşmıştır.

İlaç Türleri

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, referansı ile aynı etkinlik, kalite ve güvenilirliktedir.
- **Referans İlaçlar:** İnovatör firma tarafından geliştirilerek patent koruması altında pazara verilen ilk üründür. Koruma süreleri bittikten sonra bu ürünler referans alınarak eşdeğer ilaçlar üretilir.

9M20 itibarıyla referans ilaçların satışı değerinde %20.1 büyüme ile 23.6 milyar TL'ye ulaşmıştır. Hacimsel olarak ise %5.1 azalarak 0.66 milyar kutu satışı gerçekleşmiştir. 9M20 itibarıyla eşdeğer ilaçların satışı ise %1.9 artış oranı ile 11.1 milyar TL'ye ulaşmış, hacim ölçeğinde ise %8.5 azalma ile 0.96 milyar kutu seviyesinde gerçekleşmiştir.

Ortalama fiyat seviyesi incelendiğinde 9M20'de referans ilaçların kutu başına düşen fiyatı yaklaşık 35.9 TL iken (+%27 y/y), eşdeğer ilaçların ise 11.5 TL olmuştur (+%22 y/y).

İthal-İmal İlaçlar

İthal ilaçlar ve imal ilaçlarda hacim açısından pazarın 9M19'da %4, 9M20'de %7.5 küçüldüğü görülmektedir. Değer ölçeğinde ise 9M20'de ithal ilaçlarda %22.2 artışla 16.9 milyar TL, imal ilaçlarda ise %13.1 artışla 17.7 milyar TL satış gerçekleşmiştir. 9M20'de ortalama fiyat seviyesi incelendiğinde ise ithal ilaçların kutu başına düşen ortalama fiyatı 87.6 TL (+%27.2 y/y), iken, imal ilaçlarda 12.4 TL (+%22.3 y/y), olduğu görülmektedir.

2018 yılında ilaç fiyatlarını belirleyen kurun %15 artması ile birlikte iskontosuz ürünlere %2.5 oranında zam yapılması, iskontolu ürünlere ise %2.5 oranında fiyat artışı yapılması ortalama fiyatları yükseltmiştir.

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 pazara sunulan ilk biyoteknolojik ilaçtır.
- **Biyobenzer İlaç:** Referans biyoteknolojik ürünlere kıyasla kaliteleri, etkililikleri ve güvenilirlikleri açısından yüksek ve 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.

Pazara Yeni Giren Ürünler

İEİS verilerine göre 9M20'de toplam 225 adet ilaç pazara girmiş olup 704 milyon TL ile sektöre 2.4 puanlık bir artış sağlamıştır. Pazara yeni sunulan ilaçlar içinde adet bazında en fazla paya sahip olan tedavi grubu sinir sistemi ilaçları olmuştur. 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 imaldir. Referans ürünlerden 24'ünün eşdeğeri bulunmamaktadır. Pazara yeni giren eşdeğer ilaçlar ise 200 adet olup, bu ilaçların 3 tanesi biyobenzer ilaçlardır. 200 adet eşdeğer ilacın ise yalnızca 12 adet ithal ürün sınıfındadır.

İESS verilere göre Türkiye ilaç pazarı 2.37 milyar kutu hacmi ve 40.7 milyar TL büyüklüğe ulaşmıştır. Eşdeğer ilaç pazarı ise 2019 yılında 0.92 milyar kutu ile 27 milyar TL büyüklüğüne ulaşmıştır.

Türkiye'de ilaç sektörünün dış ticaret hacmi 6 milyar ABD\$ seviyesine ulaşmıştır. Türkiye'nin ilaç ihracatı ise 2019 yılında 1.3 milyar seviyesini yükselmiştir. Türkiye'nin toplam ihracatında ilaç sektörünün payı %0.8 iken, ithalatta bu oran %2.4 seviyesindedir.

2019 yılında yerli ilaç üretimi 2010'dan beri ilk defa ithal ilaç payını geçmiştir. İlaç sektöründe dahilinde ithal ürünler 2019'da değerinde 19.5 milyar TL, kutuda ise 0.29 milyar hacimle kapanmıştır. Yurt içinde üretilen ilaçlar ise 2019'da 21.2 milyar TL'ye ve 2.07 milyar kutu satışına ulaşmıştır (IQVIA, İEİS). Bu ayrışmada ithal ürünlerin fiyatlarının daha hızlı artmasının yanında yerli imal ürünlere yönelik motivasyonun etkili olduğu görülmektedir.

Türk İlaç sektörünün son dönemlerdeki ilgisi biyoteknolojik ilaçlara yönelmiştir. Biyoteknolojik ilaçlar Türkiye'nin ithal ettiği ilaçların %47'sini oluşturmakta ve önümüzdeki dönemlerde ruhsatlandırmanın da başlamasıyla birlikte hızlı büyüyen bir alan olması beklenmektedir.

Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş. 80.000 m2 kapalı üretim alanında tıbbi beşeri ilaç üretimi, biyolojik ürün, aşı ve tıbbi cihaz grubu solüsyonları üretmektedir. T.C. Sağlık Bakanlığı bulaşıcı hastalıklar bağışıklama programının stratejik ortağı ve ana tedarikçisi olarak Şirket, biyolojik ürünlerde Türkiye'de yerleşme kapsamında uzun dönem alım garantisi ile teşvik edilmiştir. Yerli difteri tetanoz aşısı üretimini başarı ile gerçekleştirmiştir. Türk 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.

Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş., her yıl milyonlarca TL bütçe ayrılan aşı gibi stratejik öneme haiz bir konuda yatırım yaparak; aselüler boğmaca (boğmaca aşısı), 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 amacı ile faaliyetlerini sürdürmektedir.

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

Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş. üretim tesisi bulunmayan yerli yabancı birçok ruhsat sahibi firmaları ile ilaçta yerleşme çalışmalarına hizmet etmek üzere donanımlı laboratuvarlarda AR-GE hizmeti vermekte ve fason üretim 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 tesislerinde sağlamaktadır.

Türk 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 anestezi aşamasındaki hastalarda kullanılan diyaliz solüsyonu üretimi için yatırım ve belgelendirme sürecini 18.06.2019 tarihinde tanımlayan 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 avantajlarına sahiptir.

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, ilaç ve Sağlık endüstrisinin önemini ortaya çıkarmış, dünya genelinde olduğu gibi ülkemizde de aşılama bilincinin artmasında önemli rol oynamıştır. Ülkeler ilaç ve aşı üretimi kabiliyetinin ne kadar önemli olduğunun farkına varmıştır. Ülkemizde de yerli aşı geliştirme çabaları hızlanmış ve aşuların ülkemizde üretilmesi yönündeki çabalar ön plana çıkmıştır. Şirket, sahip olduğu altyapı ve aşı üretme tecrübe ve kapasitesiyle takip eden süreçte de muhtelif aşuların ülkemizde üretilebilir

olması gayesini taşımaktadır. Salgın, ayrıca, tedavi edici, önleyici ilaç, hasta bakımı ve yoğun bakım ürünlerine olan talebi artırmıştır.

İhraççıya ve faaliyetlerine ilişkin riskler

- İhraççı, sağlık sektöründe faaliyet göstermektedir. Devlet politikalarında meydana gelebilecek değişiklikler ve yeni yapılanmalar sektörün büyümesi üzerinde risk oluşturabilmektedir.
- İhraççının ulaşmaya çalıştığı hedefleri yakalaması ve sektördeki mevcut durumunu koruması Şirket'in faaliyet gösterdiği sektörün özelliği itibarıyla üst düzey yönetimin deneyim ve uzmanlığına bağlıdır.
- Türk İlaç'ın faaliyet gösterdiği biyoteknoloji alanı, yüksek Ar-Ge faaliyetlerine dayanmaktadır. Ar-Ge yatırımları yüksek maliyetli ve uzun süreç göstermektedir. Bu alandaki faaliyetlerin sonuçlarını tahmin etmek kolay değildir. Rakip şirketlerin sektöre getireceği yeni teknolojiler geliştirilen faaliyetlerin önüne geçebilir.
- Biyoteknoloji alanında faaliyet gösteren firmaların hepsinin çok ciddi büyüklüklerde Ar-Ge yatırımları yapması gerekmektedir. Daha Sonrasında da ciddi miktarda pazarlama ve satış giderlerinde katlanması gerekebilmektedir. Bu durum ihraççıya önemli maliyetler açabilir ve karlılığı olumsuz etkileyebilir.
- Medikal bölümden yapılan satışın büyük bir kısmı kamu sektörüne gerçekleştirilmektedir. Devletin satın alma politikalarında yapılacak değişiklik ihraççının bu alandaki faaliyetlerini olumsuz etkileyebilir.
- Medikal bölüm satışlarının büyük kısmı Kamu İhale Kanunu'na tabi olup, satışlar ihale usulü ile yapılmaktadır. Bu durum yapılan bütçe öngörülerini olumsuz etkileyebilir.
- İhraççının yaptığı Ar-Ge çalışmaları açısından gizlilik mutlak koşuldur. Çalışanların kendi istekleri ile işi bırakmaları ya da rakip firmaya transfer olma riski bulunmaktadır. Böyle bir durum projenin yarıda kalma veya deşifre olma riski oluşturmaktadır.
- Reel ekonomide ve finans piyasalarında yaşanabilecek öngörülemeyen gelişmelerin ihraççı faaliyetleri üzerinde yansımaları olabilir.
- Şirket, T.C. Sağlık Bakanlığı ile 56 milyon doz difteri tetanos yetişkin tip aşısı üretimi için yedi yıla yaygın uzun dönem alım garantili bir ihale sözleşmesi imzalamıştır. T.C. Sağlık Bakanlığı yerli aşısı imalat ruhsatı 04.07.2020 tarihinde alınmış olup okul aşısı arasında yer alan difteri tetanoz (TD) aşısı üretimine başlanarak "Erişkin Tip Difteri Tetanoz Aşısı Alımı Projesi"nin tüm anlaşmalarını başarı ile hayata geçirmiştir. 2022 yılında ihale sözleşmesinin sona ermesi ile birlikte Şirket yurtiçinde ve yurtdışında müşteri bulamayabilir ve satış gelirlerinde azalma meydana gelebilir. Aynı riskler ihale yolu ile alınan serum satışlarının 2022 yılında sona ermesinin ardından yeni girilecek ihalelerde de söz konusu olabilir. (Kaynak: İzahname)

İhraççıya ve faaliyetlerine ilişkin riskler

- Türkiye'de ve dünyada büyük bir Pazar hacmine sahip olan bu sektörde rekabet en üst seviyededir. Sektörün bu nedenle fiyat elastikiyeti çok yüksektir. Maliyetlerin azaltılması amacıyla artan üretimin talebe dönüştürülemediği halde stokların şişmesine ve ürünlerin kullanım süresinin geçerek fire haline gelmesine neden olabilir.
- Medikal ürünler sağlık sektörüne hitap ettiğinden kalite sektörde önem arz etmektedir. Tüm sterilizasyon şartlarının sağlanmasına karşılık insan eli ile yapılan medikal ürünlerde kontaminasyon riski ile karşı karşıya kalılabilmektedir. Ürünlerin çok sık kontaminasyona uğraması müşteride güven duygusunu azaltmakta ve müşterinin kaybedilmesine neden olabilmektedir. Ayrıca, kontaminasyon oranında artış ihraççının marka değerini olumsuz etkileyebilir.
- İhraççı, GMP standartlarına göre dizayn edilmiş emiz alanlara sahiptir. Sektörde üretim standartlarına yönelik yapısal ve kalite sistemindeki değişiklikler ihraççının üretimi üzerinde ek maliyetlere yol açabilir. (Kaynak: İzahname)

Halka arz gerekçeleri

- Kurumsallaşma,
- Şirket değerinin ortaya çıkması,
- Bilinirlik ve tanınırlığının pekiştirilmesi,
- Şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması,
- Kurumsal kimliğin güçlendirilmesi hedeflenmektedir. (Kaynak: İzahname)

Halka arzdan gelecek kaynakların kullanımı

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

Finansal Tablolar

Bağımsız Denetimden Geçmiş Bilanço

(mn TL)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.09.2020
VARLIKLAR	122.847137	189.853064	267.120040	366.216447
Dönen Varlıklar	42.299577	96.317075	155.864296	190.534854
Nakit ve Nakit Benzerleri	0.824422	6.875683	1.554913	1.985466
Ticari Alacaklar	23.613865	54.832735	99.505579	141.015336
-İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	23.567333	50.861853	30.438884	40.270379
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	0.046532	3.970882	69.066695	100.744957
Diğer Alacaklar	6.812113	18.207632	22.269252	8.965472
-İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	6.800816	18.056253	22.130350	8.468894
-İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	0.011297	0.151379	0.138902	0.496578
Stoklar	6.013661	7.866968	13.448546	15.763030
Peşin Ödenmiş Gider	2.700925	7.674918	13.082630	18.272935
-İlişkili Olmayan Taraplara Peşin Ödenmiş Giderler	2.700925	7.674918	13.082630	18.272935
Diğer Dönen Varlıklar	2.334591	0.859139	6.003376	4.532615
Duran Varlıklar	80.547560	93.535989	111.255744	175.681593
Maddi Duran Varlıklar	80.261045	91.899772	109.915096	174.209234
Kullanım Hakkı	0.000000	0.952656	0.721615	0.547565
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0.286515	0.185430	0.619033	0.924794
Ertelenmiş Vergi Valığı	0.000000	0.498131	0.000000	0.000000
KAYNAKLAR	122.847137	189.853064	267.120040	366.216447
Kısa Vadeli Yükümlülükler	49.287872	101.274907	175.349980	166.623122
Kısa Vadeli Borçlanmalar	18.467542	16.276497	86.284122	74.191745
-Banka Kredileri	15.814299	8.794590	53.884880	70.317729
-Kiralama İşlemlerinden Borçlar	2.573387	6.309077	18.368981	3.198402
-Diğer Kısa Vadeli Borçlanmalar	0.079856	1.172830	14.030261	0.675614
Uzun Vadeli Borçların Kısa Vadeli Kısımları	12.349444	32.903124	9.388373	7.804375
Ticari Borçlar	11.578637	45.932726	69.644203	67.079808
-İlişkili Taraplara Ticari Borçlar	0.000000	0.275686	4.584122	0.000000
-İlişkili Olmayan Taraplara Ticari Borçlar	11.578637	45.657040	65.060081	67.079808
Diğer Borçlar	0.997368	1.437867	1.345528	1.906864
-İlişkili Taraplara Diğer Borçlar	0.875997	0.000000	0.948811	1.587535
-İlişkili Olmayan Taraplara Diğer Borçlar	0.121371	1.437867	0.396717	0.319329
Ertelenmiş Gelirler	5.251001	3.974934	6.353434	12.468648
-İlişkili Olmayan Taraflardan Alınan Sipariş Avansları	5.251001	3.974934	6.353434	12.468648
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	0.449725	0.426474	1.816238	1.701754
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0.000000	0.000000	0.000000	0.818210
Kısa vadeli Karşılıklar	0.194155	0.323285	0.518082	0.651718
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	0.194155	0.323285	0.518082	0.651718
Uzun Vadeli Yükümlülükler	25.459872	26.103837	26.491153	51.782793
Uzun Vadeli Borçlanmalar	14.578676	18.087077	17.581198	33.671450
-Banka Kredileri	1.633164	4.633079	13.269211	24.964439
-Kiralama İşlemlerinden Borçlar	12.945512	13.453998	4.311987	8.707011
Ertelenmiş Gelirler	10.585555	7.746666	4.907777	0.000000
Uzun Vadeli Karşılıklar	0.178758	0.270094	0.502685	0.799731
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	0.178758	0.270094	0.377685	0.542129
-Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar	0.000000	0.000000	0.125000	0.257602
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	0.116883	0.000000	3.499493	17.311612
Toplam Özkaynaklar	48.099393	62.474320	65.278907	147.810532
Ödenmiş Sermaye	25.000000	25.000000	25.000000	67.000000
Kar veya Zarardan Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir ve Giderler	0.000000	-0.019040	-0.053951	49.463280
-Maddi Duran Varlık Değerleme Artışları	0.000000	0.000000	0.000000	49.527156
-Tan. Fay. Plan. Yeniden Ölçüm Kazanç / Kayıpları	0.000000	-0.019040	-0.053951	-0.063876
Kardan Kısıtlanmış Yedekler	0.722850	1.429860	2.278252	2.278252
Geçmiş Yıllar Kar / Zararları	14.050414	21.669533	24.572455	-3.945394
Net Dönem Karı	8.326129	14.393967	13.482151	33.014394

Kaynak: Oyak Yatırım - Türk İlaç ve Serum A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

Finansal Tablolar

Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu

(mn TL)	2017	2018	2019	9M19	9M20
Hasılat	52.852771	97.297344	152.120489	88.620991	155.599289
Satışların Maliyeti	-18.908166	-41.611725	-82.108980	-56.970574	-76.293811
Brüt Kar	33.944605	55.685619	70.011509	31.650417	79.305478
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	-0.809547	-1.840463	-5.537249	-4.074623	-3.784272
Genel yönetim Giderleri	-10.385954	-13.346250	-19.303720	-11.700661	-15.571273
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	2.611938	4.169614	2.948254	2.531192	5.272940
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-9.440924	-9.007123	-3.406326	-3.991007	-9.871224
Esas Faaliyet Karı	15.920118	35.661397	44.712468	14.415318	55.351649
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1.065556	2.838889	2.838889	2.129167	7.746666
TFRS9 Uyarınca Belirlenen Değer düşüklüğü Kazançları / Zararları	-0.000952	-0.127890	-0.478832	-0.430642	-0.280925
Finansman Öncesi Faaliyet Karı	16.984722	38.372396	47.072525	16.113843	62.817390
Finansal Gelirler	1.003991	3.227364	7.130341	4.338233	9.033095
Finansal Giderler	-9.036599	-27.085696	-36.713244	-23.967764	-32.041310
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar	8.952114	14.514064	17.489622	-3.515688	39.809175
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelirleri / Giderleri	-0.625985	-0.120097	-4.007471	-1.791627	-6.794781
Dönem Vergi Gelir / Gider	-0.592032	-0.729741	0.000000	0.000000	-0.818210
Ertelenmiş Vergi Gelir / Giderleri	-0.033953	0.609644	-4.007471	-1.791627	-5.976571
Net Dönem Karı	8.326129	14.393967	13.482151	-5.307315	33.014394

Kaynak: Oyak Yatırım - Türk İlaç ve Serum A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

Karlılık Analizi

	2017	2018	2019	9M19	9M20
Net Satışlar	52.852771	97.297344	152.120489	88.620991	155.599289
Brüt Kar	33.944605	55.685619	70.011509	31.650417	79.305478
Brüt Kar Marjı	64.2%	57.2%	46.0%	35.7%	51.0%
Faaliyet Giderleri / Net Satışlar	-21.2%	-15.6%	-16.3%	-17.8%	-12.4%
Faaliyet Kar Marjı	30.1%	36.7%	29.4%	16.3%	35.6%
FAVÖK	25.267093	44.404141	50.194788	19.595241	64.751826
FAVÖK Marjı	47.8%	45.6%	33.0%	22.1%	41.6%
Net Kar	8.326129	14.393967	13.482151	-5.307315	33.014394
Net Kar Marjı	15.8%	14.8%	8.9%	-6.0%	21.2%

Kaynak: Oyak Yatırım - Türk İlaç ve Serum A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

Bağımsız Denetimden Geçmiş Net Satışların Ürün Bazlı Kırılımı

(mn TL)	2017	2018	2019	9M19	9M20
Aşı Gelirleri	51.941039	88.611868	88.905583	45.564575	81.835739
Serum Gelirleri	0.208510	8.153440	61.878169	44.325323	66.056953
Ticari Satışlarından Gelirler	0.000000	1.864290	0.541623	1.117370	12.272499
Hizmet Geliri	0.000000	0.632150	4.075134	3.650133	0.425000
Diyaliz Malzemeleri Geliri	0.000000	0.829271	7.197788	4.118950	13.012916
Diğer Gelirler	0.706010	0.852162	5.615839	3.157704	3.153777
Satışlardan İndirimler (-)	-0.002787	-0.256406	-15.191845	-12.738108	-17.362398
Satıştan İskontolar (-)	0.000000	-3.389431	-0.901802	-0.574956	-3.795197
Net Satışlar	52.852772	97.297344	152.120489	88.620991	155.599289

Kaynak: Oyak Yatırım - Türk İlaç ve Serum A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

Değerlemede Kullanılan Yöntemler

Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş.'nin sermaye arttırımı ve ortak satışı yolu ile halka arzı için, Oyak Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda birim fiyat tespitinde iki temel yöntem kullanılarak fiyat tespiti yapılmıştır.

1) İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) Yöntemi

2) Piyasa Çarpanları Yöntemi

2 temel yöntem değerlendirilerek, değerlendirilmede %50 indirgenmiş nakit akımı yöntemi, %25 yurt içi benzer şirket çarpanları, %25 yurt dışı benzer şirket ağırlıklarıyla kullanılmıştır.

1) İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi (“İNA”)

İNA metodunda kullanılan temel varsayımlar aşağıdaki gibidir;

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

İndirgenmiş Nakit Akımları (mn TL)	2018	2019	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	97	152	206	275	349	434	520	599
Satışlardaki Büyüme	84.1%	56.3%	35.1%	33.7%	27.0%	24.2%	19.9%	15.2%
FAVÖK	44	50	83	108	143	183	219	252
FAVÖK Marjı	45.6%	33.0%	40.6%	39.1%	40.9%	42.1%	42.1%	42.0%
Faaliyet Karı	40	45	73	97	129	165	201	231
Faaliyet Kar Marjı	41.60%	29.70%	35.75%	35.14%	36.87%	38.12%	38.61%	38.51%
Vergi oranı*Faaliyet Karı	0	10	13	19	26	33	40	46
Efektif Vergi Oranı	0.8%	22.9%	17.1%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı	40	35	61	77	103	132	161	184
Yatırım Harcamaları	-16	-25	-21	-19	-21	-22	-21	-21
Amortisman	4	5	10	11	14	17	18	21
Δ İşletme Sermayesi	1	-27	-14	-14	-19	-21	-20	-17
Serbert Nakit Akışı (SNA)	29	-13	36	55	77	107	138	167
iskonto oranı			0%	87%	74%	63%	54%	46%
indirgenmiş değer			0	42	57	68	74	77
SNA bugünkü değer				319				
Uç bugünkü değer				666				
Hedef Firma değeri				984				
Net Borç				114				
Hedef özsermaye değeri				871				
Tahmini Birim Pay				12.99				

Kaynak: Oyak Yatırım Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemine göre hesaplanan piyasa değeri 871.6 milyon TL olup, 1 adet payın değeri ise 12.99 TL olarak hesaplanmıştır.

2) Piyasa Çarpanları Yöntemi

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

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

Finansal Veriler

TL	2019	2020/09*	2020T
FAVÖK	50.194788	95.351463	83.421621
Net Kar	13.482151	51.803860	41.767221
Net Borç	111.698780	113.682104	113.682104**

Kaynak: Oyak Yatırım Fiyat Tespit Raporu

*2020/09 Net Kar ve FAVÖK değerleri yıllıklandırılmıştır.

**2020 yılı net borç oranı

• Yurt İçi Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları

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

Söz konusu şirketler arasında Lokman Hekim Engürüsağ Sağlık, Turizm, Eğitim Hizmetleri ve İnşaat Taahhüt A.Ş. (“LKMNH”), Selçuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi A.Ş. (“SELEC”), MLP Sağlık Hizmetleri A.Ş. (“MPARK”) şirketlerinin Türk ilaç ile aralarında ciddi farklılıklar göstermesi nedeni ile çarpan analizine dahil edilmemiştir. Eis Eczacıbaşı ilaç, Sınai ve Finansal Yatırımlar Sanayi ve ticaret A.Ş. (“ECILC”) ve RTA Labratuarları Biyolojik Ürünler İlaç ve Makine Sanayi Ticaret A.Ş.’nin (“RTLAB”) FD/FAVÖK çarpanlarının 25'ten büyük olması nedeni ile analize dahil edilmemiştir.

Değerleme çalışmasında FD/FAVÖK oranı hesaplaması için medyan kullanılmıştır.

FD/FAVÖK çarpanları kullanılarak ulaşılan piyasa değeri 817.8 milyon TL olup, hisse başına hedef fiyat ise 12.21TL olarak hesaplanmaktadır.

Yurt İçi Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpanları

TL	Piyasa Değeri	Yıllık. FAVÖK marjı	F/K	FD/FAVÖK	PD/DD
DEVA	6,092.587506	34.6%	10.7	11.2	4.2
ECILC	5,605.426800	18.0%	14.4	28.7	1.2
LKMNH	399.360000	20.7%	21.4	8.8	4.3
MPARK	5,117.715169	23.2%	48.0	8.2	20.9
RTALB	1,091.420000	31.0%	22.3	28.0	7.9
SELEC	8,271.720000	3.5%	13.9	10.4	2.4
	Medyan	21.9%	17.9	10.8	4.2

2020T FAVÖK	83.421621
30.09.2020 Net Borç	113.682104

FD/FAVÖK çarpanı ile hedef piyasa değeri	817.768992
Pay başına değer	12.21

Kaynak: Oyak Yatırım Fiyat Tespit Raporu

• Yurt Dışı Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları

Bloomberg verilerine göre hazırlanan karşılaştırılabilir şirketler kümesinde çoğu şirket için tahmin eksikliği olması sebebi ile yıllıklandırılmış çarpanlar medyanına yer verilmiştir ve hedef değere şirketin 2020 yılsonu tahmini değerleri üzerinden ulaşılmıştır.

Zentiva Sa şirketinin FD/FAVÖK çarpanı 25'ten büyük olması sebebi ile analize dahil edilmemiştir

FD/FAVÖK çarpanı ile ulaşılan hedef piyasa değerleri 802 milyon TL ve hedef fiyat 11.97TL olarak bulunmaktadır.

Yurt Dışı Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpanları

TL	Menşei	Piyasa Değeri (mn ABD\$)	F/K	FD/FAVÖK	PD/DD
Alkaloid AD Skopje	Makedonya	386	18.3	9.3	1.7
Astra Industrial Group	Suudi Arabistan	544	21.0	8.8	1.0
Dongkoo Bio & Pharma Co Ltd	GüneyKore	206	10.8	15.5	1.8
Nichi-Iko Pharmaceutical Co	Japonya	666	30.3	11.0	0.8
Crexo AB	İsveç	201	a.d.	13.9	3.1
Panacea Biotec Ltd	Hindistan	173	a.d.	13.7	3.4
Sopharma AD Sofia	Bulgaristan	290	4.9	7.9	0.8
Zentiva SA	Çek Cumhuriyeti	503	50.5	26.1	3.2
	Medyan	290.3	18.3	11.0	1.7
2020T FAVÖK	83.421621				
30.09.2020 Net Borç	113.682104				
FD/FAVÖK çarpanı ile hedef piyasa değeri	802.319697				
Pay başına değer	11.97				

Kaynak: Oyak Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Sonuç

Oyak Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında hem indirgenmiş nakit akımı hem de piyasa çarpanları yöntemleri kullanılmıştır. İndirgenmiş nakit akımı yöntemine %50, yurtiçi ve yurtdışı çarpan analizine %25'er ağırlık verilmiş olup, bu analizler sonucunda 840 milyon TL hedef değerine ulaşılmış olup, halka arz öncesi sermayeye bölünerek bulunan hisse başı hedef değeri de 12.54 TL olmuştur. **Bulunan hisse başına hedef piyasa değerine %20.3 iskonto uygulandığında halka arz fiyatı hisse başına 10.00 TL olarak bulunmuştur.**

Türk İlaç ve Serum Değerleme Sonucu (TL)

	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
İNA	870.602915	50%	435.301457
Yurt içi Çarpanlar Analizi	817.768992	25%	204.442248
Yurt dışı Çarpanlar Analizi	802.319697	25%	200.579924
Toplam	100%	840.323629	
Pay Başına Değer			12.54

Halka Arz Öncesi Değer İskonto Hesabı (TL)

Nominal Sermaye	67.000000
Halka Arz Fiyarı	10.00
Halka Arz Fiyatları ile Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	670.000000
Hedef Piyasa Değeri	840.323629
İskonto Oranı	-20.30%

Kaynak: OYAK Yatırım

Görüş

- Fiyat tespit raporunda Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş. hakkında detaylı bir şekilde bilgilendirilme yapılmıştır.
- İndirgenmiş nakit akımları analizinin şirketin varsayımlarına göre genel olarak makul olduğu görüşünderiz.
- Piyasa çarpanları yönteminde hesaplan çarpan için medyan ortalamasının kullanılmasının makul olduğu görüşünderiz.
- Çarpan Analizinde yurtiçi ve yurtdışı çarpan medyan hesaplamasında FD/FAVÖK çarpanı 25'ten büyük olan şirketleri medyan hesaplanmasına dahil edilmemesini makul bulmaktayız. Yurtiçinde benzer şirketler seçilirken LKMNH, SELEC ve MPARK'ın Türk ilaç ile aralarında farklılıklar göstermesi nedeniyle çarpan analizine dahil edilmemesini makul buluyoruz.
- Oyak Yatırım tarafından paylaşılan fiyat tespit raporundaki varsayımlar üzerinden bakıldığında, halka arz iskontosu sonucunda ulaşılan 10.00TL hisse başı fiyatı makul bulmaktayız. Öte yandan, değerlemede kullanılan varsayımlarda oluşabilecek sapmaları, şirketin değerlemesi açısından risk olarak sayabiliriz.

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