

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

#### Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş.	
Borsa Kodu	TRILC
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Tahsisatlar	Yurt İçi Bireysel : %35 Yurt İçi Kurumsal : %35 Yurt Dışı Kurumsal : %30
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	25-26 Şubat 2021
Halka Arz Öncesi Sermaye	67.000.000 TL
Sermaye Artırımı	10.050.000 TL
Ortak Satışı	13.400.000 TL
Ek Satış	2.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	77.050.000 TL
Halka Açıklık Oranı	30,43%
Talep Toplama Fiyatı	10,00 TL
Halka Arz Büyüklüğü	234.500.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	254.500.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	670.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	770.500.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2020/09	12,93
FD/FAVÖK 2020/09	8,22
PD/DD 2020/09	4,53

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2020/09	14,87
FD/FAVÖK 2020/09	8,22
PD/DD 2020/09	3,10

## Özet Bilgi

- Türk İlaç, 04.12.2012 tarihinde 50.000 TL sermaye ile aşı, serum, katı ve likit form tıbbi beşeri ilaç üretimi konusunda faaliyet göstermek üzere Ankara'da kurulmuştur. Türk İlaç, Türkiye'nin özel teşebbüs olarak ilk ve tek aşı üretim tesisini kurmuştur.
- Şirket, TR/GMP/2020/103 numaralı GMP (Üretim Tesisi İyi İmalat Uygulamaları) belgesi ile birlikte üretim tesisinde Beşeri Tıbbi Ürün Üretim ve ilaç etkin maddesi üretim hakkına sahip olmuştur.
- 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.
- Şirketin ürün grupları içinde steril ürünler, steril olmayan ürünler, biyolojik tıbbi ürünler, ambalajlama, kalite kontrol testleri ve ilaç/aşı etkin maddesi üretim işlemleri bulunmaktadır.
- Türk İlaç, Türkiye'ye daha önce ithal edilen, ancak son dönemlerde yüksek hacimli sıvı olması sebebi ile iç pazarda bulunamayan 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 aşuların üretimi için kullanabilme kabiliyeti ve tecrübesine sahiptir.
- 2012 yıllarında faaliyetlerine başlayan Şirket, 2013 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 başlamıştır. Türk ilaç, 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 iştirak etmeye başlayan Şirket, Hepatit B aşısı için tedarikçi konumuna 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 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. Hong Kong menşeli botox üreticisi Hugh Source International Ltd. (LLanzou BioTechnique Development Co.) ile ruhsatlandırma çalışmalarının başlatılması için ürünün Türkiye tek yetkili temsilcisi olarak anlaşma imzalamıştır. Ayrıca 2016 yılında Şirket'in daha önce 3500 lt/saat 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, 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 kurulumunu tamamlamıştır.

- 2019 yılında hücre kültürü üretimini tamamlanmış, antijenden başlayan aşı üretimine ilişkin tesis kurulumu, donanım, ana ve yardımcı unsurlar hazır hale getirilmiştir. Laboratuvar analiz süreçlerinin uluslararası standartlara uyumluluk ilkesine istinaden Empower ve LABX system yatırımları tamamlanarak uygulamaya geçirilmiştir. İlk yerli Difteri Tetanoz aşı imal ruhsatı alınmıştır.
- Türk İlaç, aşı 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 aşı imalat ruhsatı 04.07.2020 tarihinde alınmış olup okul aşuları 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 virüs ile ilgili çalışmalar yürütmekte olan Türk İlaç, dünyadaki Ar-Ge merkezleri ve üreticilerle COVID aşısının Türkiye’de üretilebilmesi gayesi ile görüşmelere başlamıştır.
- Türk İlaç, Difteri Tetanoz (TD) aşısını yerli olarak üretmekte, Difteri Tetanoz pediatrik, BCG, OPV aşılarını bitmiş ürün olarak ithal etmekte, hepatit B aşılarının dolum ve paketleme aşamalarını üretim tesislerinde gerçekleştirmektedir. Hepatit B üretici firma ile aşının antijenden başlayan üretimi için de teknoloji transferi anlaşması müzakerelerine devam edilmektedir. Bağışıklama programı aşılardan olan hepatit A aşısı için global üretici firma ile ikili görüşmelerini sürdürmekte ve teknoloji transferi aşamalarını başlatmak üzere anlaşma metni üzerinde görüşmelerine devam etmektedir.
- Şirket, Bağışıklama Programı kapsamında yer alan aşılardan suçüçüğü aşısı ile ilgili de global üretici ile teknoloji transferi anlaşması görüşmelerini sürdürmektedir.
- Türk İlaç, Covid-19 aşısının Türk İlaç tesislerinde üretilebilmesi, dolum, paketleme ve tüm bitmiş ürün testlerinin de tesiste gerçekleştirilebileceği “Emergency Use” iznini almış, FDA onaylı iki aşı üreticisi ile Türkiye’de üretim konusunda görüşmelerini sürdürmektedir.

## Ortaklık Yapısı

Türk İlaç Ortaklık Yapısı		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası Ek Satış Hariç		Halka Arz Sonrası Ek Satış Dahil	
Hissedar	Grubu	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
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		0,00%	23.450.000	30,43%	25.450.000	33,03%
<b>Toplam</b>		<b>67.000.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>77.050.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>77.050.000</b>	<b>100,0%</b>

## Mali Tablolar

<b>Türk İlaç Bilanço (TL)</b>				
<b>VARLIKLAR</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020/09</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>42.299.577</b>	<b>96.317.075</b>	<b>155.864.296</b>	<b>190.534.854</b>
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
<i>İlişkili Taraplardan Ticari Alacaklar</i>	<i>23.567.333</i>	<i>50.861.853</i>	<i>30.438.884</i>	<i>40.270.379</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraplardan Ticari Alacaklar</i>	<i>46.532</i>	<i>3.970.882</i>	<i>69.066.695</i>	<i>100.744.957</i>
Diğer Alacaklar	6.812.113	18.207.632	22.269.252	8.965.472
<i>İlişkili Taraplardan Diğer Alacaklar</i>	<i>6.800.816</i>	<i>18.056.253</i>	<i>22.130.350</i>	<i>8.468.894</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraplardan Diğer Alacaklar</i>	<i>11.297</i>	<i>151.379</i>	<i>138.902</i>	<i>496.578</i>
Stoklar	6.013.661	7.866.968	13.448.546	15.763.030
Peşin Ödenmiş Giderler	2.700.925	7.674.918	13.082.630	18.272.935
Diğer Dönen Varlıklar	2.334.591	859.139	6.003.376	4.532.615
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>80.547.560</b>	<b>93.535.989</b>	<b>111.255.744</b>	<b>175.681.593</b>
Maddi Duran Varlıklar	80.261.045	91.899.772	109.915.096	174.209.234
Kullanım Hakkı		952.656	721.615	547.565
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	286.515	185.430	619.033	924.794
Ertelenen vergi varlıkları		498.131		
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>122.847.137</b>	<b>189.853.064</b>	<b>267.120.040</b>	<b>366.216.447</b>
<b>KAYNAKLAR</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020/09</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>49.287.872</b>	<b>101.274.907</b>	<b>175.349.980</b>	<b>166.623.122</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	18.467.542	16.276.497	86.284.122	74.191.745
<i>Banka Kredileri</i>	<i>15.814.299</i>	<i>8.794.590</i>	<i>53.884.880</i>	<i>70.317.729</i>
<i>Kiralama İşlemlerinden Borçlar</i>	<i>2.573.387</i>	<i>6.309.077</i>	<i>18.368.981</i>	<i>3.198.402</i>
<i>Diğer Kısa Vadeli Borçlanmalar</i>	<i>79.856</i>	<i>1.172.830</i>	<i>14.030.261</i>	<i>675.614</i>
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 Taraplara Ticari Borçlar</i>		<i>275.686</i>	<i>4.584.122</i>	
<i>İlişkili Olmayan Taraplara Ticari Borçlar</i>	<i>11.578.637</i>	<i>45.657.040</i>	<i>65.060.081</i>	<i>67.079.808</i>
Diğer Borçlar	997.368	1.437.867	1.345.528	1.906.864
<i>İlişkili Taraplara Diğer Borçlar</i>	<i>875.997</i>		<i>948.811</i>	<i>1.587.535</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraplara Diğer Borçlar</i>	<i>121.371</i>	<i>1.437.867</i>	<i>396.717</i>	<i>319.329</i>
Ertelenmiş Gelirler	5.251.001	3.974.934	6.353.434	12.468.648
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	449.725	426.474	1.816.238	1.701.754
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü				818.210
Kısa Vadeli Karşılıklar	194.155	323.285	518.082	651.718
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>25.459.872</b>	<b>26.103.837</b>	<b>26.491.153</b>	<b>51.782.793</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	14.578.676	18.087.077	17.581.198	33.671.450
<i>Banka Kredileri</i>	<i>1.633.164</i>	<i>4.633.079</i>	<i>13.269.211</i>	<i>24.964.439</i>
<i>Kiralama İşlemlerinden Borçlar</i>	<i>12.945.512</i>	<i>13.453.998</i>	<i>4.311.987</i>	<i>8.707.011</i>
Ertelenmiş Gelirler	10.585.555	7.746.666	4.907.777	
Uzun Vadeli Karşılıklar	178.758	270.094	502.685	799.731
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar</i>	<i>178.758</i>	<i>270.094</i>	<i>377.685</i>	<i>542.129</i>
<i>Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar</i>			<i>125.000</i>	<i>257.602</i>
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	116.883		3.499.493	17.311.612
<b>Özsermaye</b>	<b>48.099.393</b>	<b>62.474.320</b>	<b>65.278.907</b>	<b>147.810.532</b>
Ödenmiş sermaye	25.000.000	25.000.000	25.000.000	67.000.000
Kar veya Zararda Yen. Sınıf. Bir. Diğ. Kap. Gel. ve Gid.		-19.040	-53.951	49.463.280
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	722.850	1.429.860	2.278.252	2.278.252
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	14.050.414	21.669.533	24.572.455	-3.945.394
Net Dönem Karı (Zararı)	8.326.129	14.393.967	13.482.151	33.014.394
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>122.847.137</b>	<b>189.853.064</b>	<b>267.120.040</b>	<b>366.216.447</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Türk İlaç Gelir Tablosu						
TL	2017	2018	2019	2019/09	2020/09	Son4Ç
Hasılat	52.852.771	97.297.344	152.120.489	88.620.991	155.599.289	219.098.787
Yıllık Değişim		84,1%	56,3%		75,6%	
Satışların Maliyeti (-)	-18.908.166	-41.611.725	-82.108.980	-56.970.574	-76.293.811	-101.432.217
Yıllık Değişim		120,1%	97,3%		33,9%	
<b>Brüt Kar (Zarar)</b>	<b>33.944.605</b>	<b>55.685.619</b>	<b>70.011.509</b>	<b>31.650.417</b>	<b>79.305.478</b>	<b>117.666.570</b>
Yıllık Değişim		64,0%	25,7%		150,6%	
Brüt Kar Marjı	64,2%	57,2%	46,0%	35,7%	51,0%	53,7%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-809.547	-1.840.463	-5.537.249	-4.074.623	-3.784.272	-5.246.898
Genel Yönetim Giderleri (-)	-10.385.954	-13.346.250	-19.303.720	-11.700.661	-15.571.273	-23.174.332
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>22.749.104</b>	<b>40.498.906</b>	<b>45.170.540</b>	<b>15.875.133</b>	<b>59.949.933</b>	<b>89.245.340</b>
Yıllık Değişim		78,0%	11,5%		277,6%	
Faaliyet Kar Marjı	43,0%	41,6%	29,7%	17,9%	38,5%	40,7%
Amortisman	2.517.989	3.905.235	5.024.248	3.720.108	4.801.983	6.106.123
<b>FAVÖK1</b>	<b>25.267.093</b>	<b>44.404.141</b>	<b>50.194.788</b>	<b>19.595.241</b>	<b>64.751.916</b>	<b>95.351.463</b>
Yıllık Değişim		75,7%	13,0%		230,4%	
FAVÖK1 Marjı	47,8%	45,6%	33,0%	22,1%	41,6%	43,5%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	2.611.938	4.169.614	2.948.254	2.531.192	5.272.940	5.690.002
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-9.440.924	-9.007.123	-3.406.326	-3.991.007	-9.871.224	-9.286.543
<b>Esas Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>15.920.118</b>	<b>35.661.397</b>	<b>44.712.468</b>	<b>14.415.318</b>	<b>55.351.649</b>	<b>85.648.799</b>
Yıllık Değişim		124,0%	25,4%		284,0%	
<b>FAVÖK2</b>	<b>18.438.107</b>	<b>39.566.632</b>	<b>49.736.716</b>	<b>18.135.426</b>	<b>60.153.632</b>	<b>91.754.922</b>
Yıllık Değişim		114,6%	25,7%		231,7%	
FAVÖK2 Marjı	34,9%	40,7%	32,7%	20,5%	38,7%	41,9%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1.065.556	2.838.889	2.838.889	2.129.167	7.746.666	8.456.388
TFRS 9 Uy. Bel. Değ. Düş. Kaz. (Zar.) ve Değ. Düş. Zar. İpt.	-952	-127.890	-478.832	-430.642	-280.925	-329.115
<b>Finansman Öncesi Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>16.984.722</b>	<b>38.372.396</b>	<b>47.072.525</b>	<b>16.113.843</b>	<b>62.817.390</b>	<b>93.776.072</b>
Finansman Gelirleri	1.003.991	3.227.364	7.130.341	4.338.233	9.033.095	11.825.203
Finansman Giderleri (-)	-9.036.599	-27.086.696	-36.713.244	-23.967.764	-32.041.310	-44.786.790
<b>Sürdürülen Faal. Vergi Öncesi Kar/Zararı</b>	<b>8.952.114</b>	<b>14.514.064</b>	<b>17.489.622</b>	<b>-3.515.688</b>	<b>39.809.175</b>	<b>60.814.485</b>
Sürdürülen faal. Vergi gelir/gideri	-625.985	-120.097	-4.007.471	-1.791.627	-6.794.781	-9.010.625
Dönem vergi gelir/gideri	-592.032	-729.741			-818.210	-818.210
Ertelenmiş vergi gelir/gideri	-33.953	609.644	-4.007.471	-1.791.627	-5.976.571	-8.192.415
<b>Dönem Karı/Zararı</b>	<b>8.326.129</b>	<b>14.393.967</b>	<b>13.482.151</b>	<b>-5.307.315</b>	<b>33.014.394</b>	<b>51.803.860</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

## Değerleme

- Oyak Yatırım, Türk İlaç'ın halka arz fiyatının tespitinde indirgenmiş Nakit Akımı ve Çarpan metodunu kullanmış olup, her iki yöntem de eşit ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Türk İlaç özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

### Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- Oyak Yatırım tarafından Türk İlaç'ın halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanlarının medyanı kullanılmıştır. FD/FAVÖK çarpanının medyan değerinin kullanılmasını makul bulmakla birlikte Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanının da kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.
- Oyak Yatırım, Şirket'in 30.09.2020 tarihli bilançosundaki net borç ve 2020 tahmini FAVÖK değerini çarpan analizinde kullanmıştır.

### Yurt İçi Çarpan Analizi

- Türk İlaç'ın yurt içi çarpan analizinde, ana faaliyet alanına mümkün olduğu kadar yakın şirketler seçilmeye çalışılmıştır. Bu kapsamda BİST içerisinde Şirket'e birebir benzer iş yapan şirket bulunmamasıyla birlikte özellikle sağlık ve ilaç sektöründe faaliyet gösteren 6 şirket incelenmiştir. Söz konusu şirketler arasından LKMNH, SELEC ve MPARK şirketlerinin Türk İlaç ile ciddi farklılıklar göstermesi sebebiyle çarpan analizine dahil edilmemiştir. ECILC ve RTALB şirketlerinin FD/FAVÖK çarpanları 25'ten büyük olması nedeniyle analize dahil edilmemiş olup tarafımızca makul karşılanmaktadır. Sonuç olarak DEVA'nın 11,2 FD/FAVÖK çarpanı ile hesaplama yapılmıştır.

Yurt İçi Çarpan Analizi	
FD/FAVÖK Çarpanı (x)	11,2
2020T FAVÖK	83.421.621
Net Borç	113.682.104
Piyasa Değeri	817.768.992
<b>Pay Başına Değer (TL)</b>	<b>12,21</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

### Yurt Dışı Çarpan Analizi

- Türk İlaç ile benzer olduğuna kanaat getirilerek seçilmiş 8 şirketin 1'i FD/FAVÖK çarpanı 25'ten büyük olması nedeniyle analize dahil edilmemiştir. FD/FAVÖK çarpanı hesaplanırken, yıllıklandırılmış çarpanlar medyanı kullanılmış ve 11,0 FD/FAVÖK çarpanı hesaplanmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.

Yurt Dışı Çarpan Analizi	
FD/FAVÖK Çarpanı (x)	11,0
2020T FAVÖK	83.421.621
Net Borç	113.682.104
Piyasa Değeri	802.319.697
<b>Pay Başına Değer (TL)</b>	<b>11,97</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

### İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2020-2025 yılları için projekte edilmiştir.
- **Satışlar:** 2020-2025 arası satış gelirleri tahminlerine ulaşırken Şirket'in paylaştığı öngörülerden ve Oyak Yatırımın yapmış olduğu varsayımlarından faydalanılmıştır. Buna göre Şirket'in en önemli 3 satış gelir grubu olan aşı, serum ve diyaliz tarafı için hacim ve fiyat tahminleri yapılarak ciro beklentilerine ulaşılmıştır. Birim fiyatlar tahmin edilirken Aşı için Euro üzerinden tahmin yapılarak Oyak Yatırım beklenen ortalama Euro kurları üzerinden TL'ye çevrilmiş olup serum ve diyaliz için TL birim fiyat tahminleri yapılmıştır. Türk İlaç'ın mevcut kapasitesi aşı için 30 milyon doz, serum için 28 milyon litre, diyaliz için 34 milyon litredir. Şirketin mevcut kapasitesi gelecekte hedeflediği üretim miktarları için yeterli olup kapasite artışına yönelik yatırım planlanmamaktadır. Aşı üretiminde 2020 yılında %26,7 kapasite kullanımı öngörülürken 2025 yılında %56 yükselmesi, serum üretiminde 2020 yılının %25,5, 2025 yılında %43 seviyelerine yükseleceği ve diyaliz solüsyonlarında 2020 yılının %22,3 kapasite kullanımı ile tamamlanması 2025 yılında %37,6 seviyesine yükselmesi beklenmektedir. Şirketin 2020 yılında 8 milyon doz aşı üretmesi beklenirken bu miktarın 2021, 2022 yıllarında %20, 2023, 2024 %15 ve 2025 yılında %10 artışla 16,8 milyona yükselmesi, serum üretiminin 2020 yılında 7,1 milyon litre olması 2021 yılında %15 ve sonraki yıllarda %10 artışla 2025 yılında 12 milyon litreye ve diyaliz solüsyonunda 2020 yılının 7,6 milyon litre ile tamamlanması 2021 yılında %15 ve sonraki yıllarda %10 artışla 2025 yılında 12,8 milyon litreye ulaşması beklenmektedir.
- **Faaliyet Giderleri:** Faaliyet giderlerinin tahmin periyodu için her yıl %15 oranında artış öngörülürken satışlardaki büyümeye paralel faaliyet giderlerinin satışa oranında, 2020 yılındaki %13,7 seviyesinden 2025 yılında %9,9 seviyesine bir iyileşme yaşanacağı öngörülmüş olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- **İşletme Sermayesi:** 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 süreleri incelenmiştir. Son dönemi daha iyi yansıması açısından 2020 9 aylık dönemin gün sayılarına yakın gün sayıları 2020 yılı için kullanılırken sonrasında ticari alacak ve ticari borç günlerinde ufak iyileşmeler öngörülmüştür. Son 3 yıl ortalamaları göz önünde bulundurulduğunda öngörülerin iyimser olduğunu düşünmekte olup muhafazakar tarafta kalma açısından son 3 yıl ortalamalarının kullanılmasının daha doğru olacağı kanaatindeyiz.
- **Yatırım Harcamaları:** Şirketin öngörülerini kapsamında ve kapasitenin halihazırda yeterli olması dolayısıyla projeksiyon dönemi boyunca ciddi bir yeni yatırım harcaması yapılmayacağı varsayılmış ve nihai dönemde reel büyüme olmayacağı öngörüsü ile birlikte son yılda amortisman tutarına eşitlenmiş olup tarafımızca makul bulunmaktadır.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlandırma Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
  - **Risksiz Getiri Oranı:** Türkiye'deki 10 yıllık tahvilin faiz oranındaki değişimler takip edilmiş ve risksiz getiri oranı %14 olarak kabul edilmiş olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
  - **Piyasa risk primi:** %5,5 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
  - **Beta:** Benzer şirket Pazar analizinde kullanılan Şirket'in faaliyetleri ile benzer alanda faaliyet gösteren yurt dışındaki şirketler ile yurt içinde Deva Holding A.Ş.'nin (DEVA) kaldıraçlı Betası kullanılmıştır. DEVA ve yurt dışı benzer şirketlerin kaldıraçlı beta

değeri hesaplanırken son 2 yıllık periyod için günlük hesaplanan beta değeri kullanılmıştır. Türk İlaç için beta değeri hesaplanırken bu karşılaştırılan şirketlerin kaldıraçsız beta değerlerinin medyan değeri olan 0,45'e Türk İlaç'ın kaldıraç oranları uygulanarak kaldıraçlı beta değeri 0,74 olarak hesaplanmıştır. Değerlemede muhafazakar tarafta kalmak açısından çoğunlukla kullanılan 1 değerinin kullanılmasının daha makul olacağı kanaatindeyiz.

- **Özsermaye Maliyeti** : %18,10 olarak hesaplanmıştır.
  - **Borçlanma Maliyeti**: Şirketin vergi öncesi borçlanma maliyeti %20 olarak alınmıştır ve tarafımızca makul karşılanmaktadır.
  - **Borç Oranı**: Şirket'in finansal borçlarının, finansal borç ve öz kaynak toplamına oranı olarak %43,90 kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır. Böylelikle AOSM %17,2 olarak hesaplanmıştır.
- **Uç Değer Büyüme Oranı**: %5 olarak varsayılmıştır.
  - Sonuçta İNA'dan şirket için, firma değerinden 113.682.104 TL net borç düşülerek 870.602.915 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

### Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
İNA	870.602.915	50%	435.301.457
Yurt İçi Çarpan Analizi	817.768.992	25%	204.442.248
Yurt Dışı Çarpan Analizi	802.319.697	25%	200.579.924
<b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri</b>		<b>100%</b>	<b>840.323.629</b>
<b>Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer</b>			<b>12,54</b>
İskonto Oranı			20,30%
<b>Halka Arz Fiyatı</b>			<b>10,00</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA'ya %50, yurt içi ve yurt dışı benzer şirket çarpan analizinden hesaplanan piyasa değerlerine %25'er ağırlık verilmiş ve %20,30 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 10,00 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %20,30'luk iskontonun makul olduğunu, değerinde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.

### Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Türk İlaç'ın fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Türk İlaç özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.



- Oyak Yatırım tarafından Türk İlaç'ın halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanlarının medyanı kullanılmıştır. FD/FAVÖK çarpanının medyan değerinin kullanılmasını makul bulmakla birlikte Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanının da kullanılması dahi gösterilmesi gerektiği kanaatindeyiz.
- Türk İlaç'ın yurt içi çarpan analizinde, BİST içerisinde Şirket'e birebir benzer iş yapan şirket bulunmamasıyla birlikte özellikle sağlık ve ilaç sektöründe faaliyet gösteren 6 şirket incelenmiştir. Söz konusu şirketler arasından LKMNH, SELEC ve MPARK şirketlerinin Türk İlaç ile ciddi farklılıklar göstermesi sebebiyle çarpan analizine dahil edilmemiştir. ECILC ve RTALB şirketlerinin FD/FAVÖK çarpanları 25'ten büyük olması nedeniyle analize dahil edilmemiş olup tarafımızca makul karşılanmaktadır. Sonuç olarak DEVA'nın 11,2 FD/FAVÖK çarpanı ile hesaplama yapılmıştır.
- İNA metodunda Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2020-2025 yılları için projekte edilmiş olması makuldür.
- Beta değeri 0,74 kullanılmış olup değerlendirilmede halka açılan şirketler için çoğunlukla kullanılan 1 değerinin kullanılmasının daha muhafazakar bir yaklaşım olacağını düşünmekle beraber borçlanma maliyetinde dikkate alınmış %20 oranının AOSM'yi dengeleyici bir unsur olması ve AOSM'nin %17,2 hesaplanmasını makul buluyoruz.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken Çarpan Analizi ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmış olması tarafımızca makul bulunmaktadır.
- Uygulanan %20,30'luk iskontonun makul olduğunu, değerinde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.
- Sonuç olarak Türk İlaç'ın halka arz fiyatının tespit edilmesinde %20,30 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 10,00 TL pay başı talep toplama fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.