Oncosem Onkolojik Sistemler Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu

24 Ekim 2022

İçindekiler

	Sayfa
• Kısaltmalar	3
• Raporun Amacı & Etik İlkeler	4
• Yönetici Özeti	6
• Temel Yatırım Unsurları & Riskler	8
• Değerleme Özeti	12
• Şirket Profili	13
• Ürünler	17
• Satışlar	18
• Finansal Analiz	20
• Değerleme Yöntemleri	31
• İndirgenmiş Nakit Akışı	32
• Piyasa Çarpanları	40
• Sektör	46

KISALTMALAR

Kısaltma	
A.Ş.	Anonim Şirket
A.B.D.	Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları, USD	Amerika Birleşik Devletleri'nin resmi para birimi
A.D.	Anlamlı Değil
AOSM	Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti
AR-GE	Araştırma ve geliştirme
BİST	Borsa İstanbul
CRR	Sermaye Yeterlilik Oranı (Toplam Yatırım/Satış)
DSÖ	Dünya Sağlık Örgütü
EBITDA	FAVÖK-Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar
EBIT	Esas Faaliyet Karı
EV	Firma Değeri
EVA	Ekonomik Katma Değer
FVFM	Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli
Grup	Oncosem ve Santek
GSYH	Gayrı Safi Yurtiçi Hasıla
İNA	İndirgenmiş nakim akımları
İnfo Yatırım	İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
İSO	İstanbul Sanayi Odası
Kurul, SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
KKO	Kapasite Kullanım Oranı
KDV	Katma Değer Vergisi
M.D.	Mevcut Değil
OECD	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
ROA	Aktif Karlılık
ROIC	Yatırımın Getirisi
ROE	Özkaynak Getirisi
SGK	Sosyal Güvenlik Kurumu
SGP	Satın Alma Gücü Paritesi
SMM	Satılan Malın Maliyeti
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	Türk Lirası
TUİK	Türkiye İstatistik Kurumu
YK	Yönetim Kurulu
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

RAPOR ÖZETİ

Raporun Amacı

Bu rapor, İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (İnfo Yatırım) ile Oncosem Onkolojik Sistemler San. ve Tic. A.Ş. (Şirket) arasında 30 Mayıs 2022 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Etik İlkeler

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerleme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Yapılan değerleme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket pay sahiplerine zarar vermeyecek bir şekilde yürütülmüştür.

Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.

Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamıştır.

Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme projesi gizlilik içerisinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.

Müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli bir şekilde hareket edilmiştir.

Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.

Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.

Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerleme raporunda yer alan diğer bağımsız ve objektif tavsiyelere bağlı değildir.

Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Sınırlayıcı Şartlar

Değerlememizde kullanılan veriler, Şirket adına Eren Bağımsız Denetim A.Ş. (Grant Thornton) tarafından 2019-2020 ve 2021 yılları ve 2021/06-2022/06 ara dönemi için hazırlanan bağımsız denetim raporuna, kamuya açık olan kaynaklardan elde edilen bilgilere Bloomberg-Finnet-Rasyonet veri tabanına ve talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilere dayanmaktadır.

İnfo Yatırım değerleme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere İnfo Yatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış, bu bilgilerin güvenilirliği ve doğruluğu teyit edilmemiştir.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği ve Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır. Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Farklı tarihlerdeki finansal verilerle değerleme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir. Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki, vergisel ve finansal durum tespit çalışması yapılmamıştır.

Değerlemesi Yapılacak Varlık

Yapılan değerleme kapsamında Şirket paylarının tamamının değeri bulunarak 1 TL nominal değerli payın değeri hesaplanmıştır.

İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Küştepe Mah. Mecidiyeköy Yolu Cad. No: 14
Kat: 2 Mecidiyeköy - Şişli / İSTANBUL
Tel: 0212 319 26 00 Fax: 0212 319 26 26
Boğaziçi Kurumlar V.D. 4[illegible]
Mersis No: 0479 0036[illegible]

Değerleme Tarihi

Değerleme tarihi aynı zamanda rapor tarihi olan 24 Ekim 2022'dir.

Değerleme Para Birimi

Yapılan değerleme çalışmasında para birimi olarak Türk Lirası kullanılmıştır.

Değer Esası

Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak Pazar Değeri dikkate alınmıştır.

Uluslararası değerleme standartları uyarınca Pazar Değeri, bir varlık ya da yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri muvazaasız bir işlem ile değerleme tarihi itibariyle el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır.

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 olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahnamenin bir parçası olan işbu Fiyat Tespit Raporu'nda 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 ederiz.

Değerleme Uzmanına İlişkin Bilgiler

Hüseyin GÜLER, Genel Müdür Yardımcısı

Hüseyin Güler, 2006 yılında Marmara Üniversitesi Sermaye Piyasası ve Borsa Bölümünden mezun olup, 2010 yılında Marmara Üniversitesi'nde Sermaye Piyasası alanında yüksek lisans derecesine sahip olmuştur. 2005 – 2013 yılları arasında Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'de Kurumsal Finansman ve Araştırma departmanlarında görevler üstlenmiştir. 2005 yılından itibaren yapılan gerek lider olarak gerekse de konsorsiyum üyesi olarak girilen halka arzlarda aktif rol almış, şirket değerlemesi, halka arz, sermaye artırımına aracılık, pay alım teklifi projelerinde çeşitli görevler üstlenmiştir. Araştırma bölümünde günlük raporlamalara ek olarak dayanıklı tüketim, enerji, çimento, hava-ulaşım, gayrimenkul sektörlerine yönelik şirket değerleme ve sektör raporları da hazırlamıştır. Mart 2013 – Nisan 2019 dönemleri arasında A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'de kurumsal finansman müdürü olarak görev yapmış olan Hüseyin GÜLER, 10 şirketin halka arz projesi, 2 şirketin de özel sektör bono ihracı projelerinde görev almıştır. Bununla birlikte halka arz konsorsiyum üyelikleri, sermaye artırımı, pay alım teklifi ve ayrılma hakkı işlemlerine aracılık, marka ve şirket değerlemesi projelerini aktif olarak yürütmüştür. 2019 yılı Nisan ayından itibaren İnfo Yatırım'da kurumsal finansmandan sorumlu genel müdür yardımcısı olarak görev yapan Hüseyin Güler, İnfo Yatırım bünyesinde 10 şirketin halka arz projesi, 7 şirketin özel sektör bono ihracı, çeşitli şirketlerin sermaye artırımı, pay alım teklifi & ayrılma hakkı ve değerleme projelerini yürütmüş olup, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3, Türev Araçlar ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı'na sahiptir.

İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.S.

ONCOSEM FİYAT TESPİT RAPORU

Sağlık Sektörü Önemli Bir Büyüme Potansiyeline Sahip

1 **2008 yılında kuruldu.** Şirket ("Oncosem Onkolojik Sistemler San. ve Tic. A.Ş."), Ankara Anadolu Organize Sanayi Bölgesi'ndeki ***10.000 m²*** büyüklüğündeki tesiste ***tam otomatik kemoterapi cihazları, kemoterapi ilaç hazırlama ve uygulama setlerine yönelik sarf malzemeleri, Covid-19 hızlı antijen ve antikor test kitlerinin üretimi ile Kamu ve üniversite ile özel hastanelerin kemoterapi ilaç hazırlama ünitelerinin kurulması ve işletilmesi faaliyetlerini gerçekleştirmektedir.*** Sarf malzemelerinin bir bölümünün bünyede üretilmeye başlanması ile düşük maliyetli üretim, düşük maliyetli üretim nedeniyle sahip olunan ihracat potansiyeli, kemoterapi ilaç hazırlamanın ana safhalarında kullanılan, cihaz, yazılım, set ve konektörlerin büyük bir kısmının Şirket bünyesinde üretilebilmesinden dolayı esnek üretim kabiliyeti, ihalelerdeki başarı oranı yatırım hikayesinin ana kısmını oluştururken Grup (Oncosem Onkolojik Sistemler San. ve Tic. A.Ş. ve Santek Sağlık Turz. Teks. San. A.Ş.'yi ifade etmektedir.), 2021 yılı EKAP verilerine göre gerçekleştirilen ihalelerin %48'ini kazanmıştır. Şirket'in ödenmiş sermayesi ***19.900.000 TL*** olup söz konusu sermayenin ***%90'ı Erol Çelik'e; kalan %5'erlik paylar ise EC Yatırımlar Holding A.Ş ile Bulls GSYO'ya aittir.***

2 **Sağlık turizmi önemli bir potansiyel.** ***Yüksek kur nedeniyle Avrupalı rakiplere karşı düşük işçilik giderleri ve bazı sarf malzemelerinin bünyede ithalat maliyetlerine oranla daha düşük bedellerle üretilebiliyor olması Şirket ürünlerinin yurt dışı müşteriler nezdinde daha rekabetçi hale gelmesini sağlamaktadır.*** Bu durum ilerleyen dönemler için Kemoterapi İlaç Hazırlama Setleri Satışı için önemli bir ihracat potansiyeli oluştururken aynı zamanda yurtdışı müşterilerin Türkiye'de tedavi olmasını gerektirecek önemli bir maliyet avantajı sunmaktadır. Diğer bir ifade ile ***yurtiçi yerleşiklerden kaynaklanacak gelir potansiyeline ek olarak sağlık turizminden kaynaklanması beklenen gelir miktarının da yıllar itibari ile artması beklenebilir.***

3 **2022-2024 döneminde 27,2 mn TL yatırım planlanmakta.** ***Sağlık harcamalarının zaruri nitelikte olması nedeniyle ekonomideki olumsuz döngülere karşı sektör dirençli bir nakit akımına sahiptir.*** Artan nüfus, ortalama yaşam süresindeki artış, sosyal devlet kavramının gittikçe önem kazanması ve artan yaşam kalitesi ile birlikte sağlık endüstrisi büyümeye devam etmekte olup mevcut durumda demografik yapı, sağlık turizmine ve iç talepteki artış sağlık sektörünün büyüyeceği yönündeki beklentileri kuvvetlendirmektedir. Nitekim Türkiye'de tıbbi cihaz pazarı son beş yılda yaklaşık 3 kat büyüme kat etmiş olup, 2020 yılında tıbbi cihaz pazarı ***17,2 milyar TL*** büyüklüğe ulaşmıştır. Ayrıca ***Şirket, 2022-2024 yıllarında yurtiçi pazarda ünite sayısını 41'den 45'e çıkarmak için yatırım planlamaktadır. Yurtdışında ise ünite merkezleri kurmak için İngiltere, Moldova, Ukrayna ve Almanya'da bağlı ortaklık ve iştirakler kurulmuştur.*** Yurtdışı ünite merkezleri halka arz finansmanı ile sağlanacağı için değerlemede dikkate alınmamıştır.

4 **Değerleme.** Şirket değerlemesi için İNA ve piyasa çarpanları yaklaşımları kullanılmış ve halka arz iskontosu sonrası ***348 mn TL halka arz değeri*** tespit edilmiştir. Belirlenen değer 2022/06-4Ç ve 2022T EBITDA beklentilerine göre sırasıyla ***3,9x ve 7,1x EV/EBITDA*** çarpanlarına işaret etmektedir. 2022/06 dönemindeki yıllıklandırılmış net dönem karına göre ise ***4,3x F/K*** çarpanına ulaşılmaktadır.

Gelir Tablosu (mTL)	2020	2021	2022T
Net Satışlar	101,3	128,0	148,4
EBITDA	35,6	80,6	50,3
EBITDA Marjı	35%	63%	34%
Net Kar	18,8	71,7	m.d.

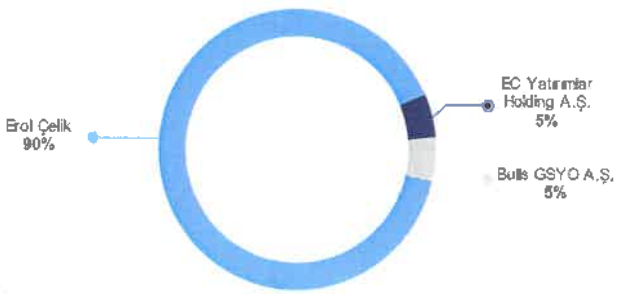
Değer	mTL
Piyasa Değeri	348
Net Borç (2022/06)	9,3
Firma Değeri	357

Bilanço (mTL)	2022/06
Dön. Varlıklar	79,7
Duran Varlıklar	46,1
Aktifler	125,8
Kısa Vad. Borç.	34,9
Uzun Vad.Borç.	4,9
Özkaynak	86,1
Finansal Borç	7,6

Değer Çarpanları	
EV/EBITDA 2022/06-4Ç	3,9x
F/K 2022/06-4Ç	4,3x
PD/DD 2022/06-4Ç	4,0x
EV/Satış 2022/06-4Ç	2,2x
Net Borç/EBITDA	0,1x

Piyasa Çarpanları	EV/EBITDA 22/06-4Ç
Yurtiçi Çarpanlar	13,7x
Yurtdışı Çarpanlar	12,2x
BIST Sınai	10,6x
BIST Sağlık Grubu	9,4x
MEDTR	17,6x
GENIL	14,7x

Ortaklık Yapısı



İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

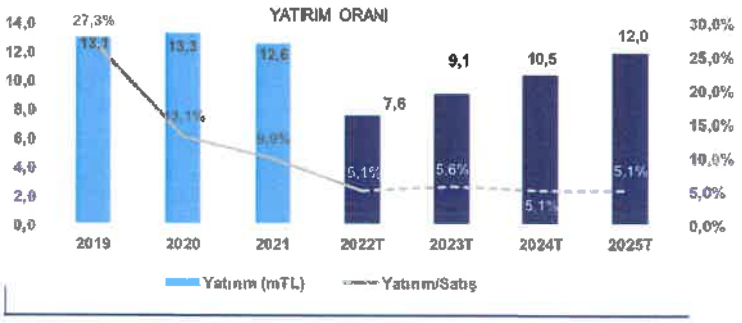
Grafik:1 2022'de Covid-19 test kiti satışlarının gerilemesinin etkisi ile EBITDA marjının %33,9 seviyesine inmesi sonraki yıllarda ise %40 bandına oturması beklenmekte...

Kaynak: Şirket Tahminleri

Grafik:2 2019-2022/03 döneminde güçlü mali veriler...

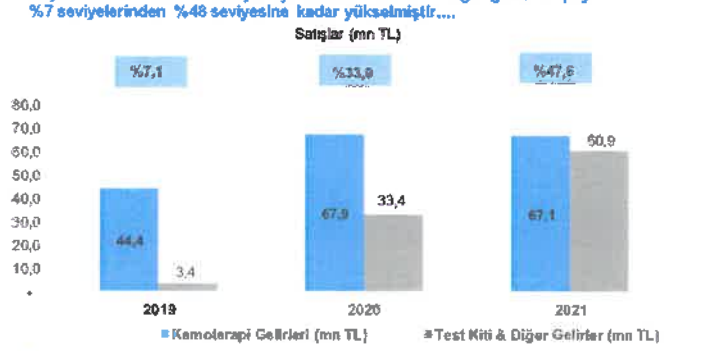
Not: H skor 0 seviyesini; Z skor 1,23 seviyesini eşince güçlü finansal başarı işareti verir.
Kaynak: Taş ve Toprağa Dayalı Sektörde Faaliyet Gösteren Şirketlerin Finansal Başarısızlık Risklerinin Tahmin edilmesi, Ömer Halisdemir Üniversitesi İİBF Dergisi, 2020, Fatma Akyüz

Grafik:3 Son üç yılda sarf malzemelerini üretmek için yatırım harcamaları satış oranı %10'un üzerinde gerçekleşmiştir. Sonraki yıllarda ise yeni hastane anlaşmaları ve revizyon yatırımlarının etkisi ile oranın %5 bandına oturması beklenmekte...



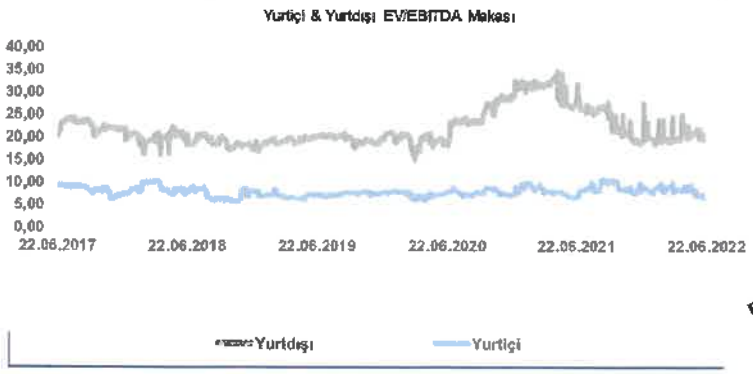
Kaynak: Şirket Tahminleri

Grafik:4 Covid-19 salgınında yönetimin hızlı davranarak test kiti üretmeye başlamasının etkisi ile satışlar içerisindeki test kiti & diğer gelirlerin payı %7 seviyelerinden %48 seviyesine kadar yükselmiştir....



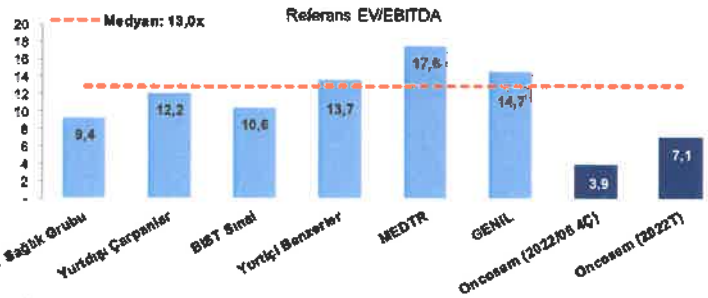
Kaynak: Şirket

Grafik 5: Yurtiçi şirketlerin EV/EBITDA çarpanı yurtdışı şirket çarpanlara göre iskontolu işlem görmektedir...



Kaynak: Bloomberg & Finnet

Grafik: 6 Ulaşılan halka arz değeri mevcut karlılık seviyesinde referans değerlerin altındadır...



Kaynak: Bloomberg & Finnet

İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Kaptan-ı Müddeiyekoy Yukuşu Cad. No:14
Kat:1 Müddeiyekoy - Şişli / İSTANBUL
Tel: 0212 319 26 00 Fax: 0212 319 26 28
Boğaziçi Kurumlar V.D. 478 [illegible]
Mersis No: 0478 0030 [illegible]

Temel Yatırım Unsurları

Şirket finansal güçlülük, özkaynakların verimli kullanımı, borçluluk ve kar marjı açısından önemli bir konumda yer alıyor

Değerleme görüşü. *Şirket, Ankara Anadolu Organize Sanayi Bölgesi'ndeki 10.000 m² büyüklüğündeki tesiste tam otomatik kemoterapi cihazları, kemoterapi ilaç hazırlama ve uygulama setlerine yönelik sarf malzemeleri, Covid-19 hızlı antijen ve antikor test kitlerinin üretimi ile Kamu ve üniversite ile özel hastanelerin kemoterapi ilaç hazırlama ünitelerinin kurulması ve işletilmesi faaliyetlerini gerçekleştirmektedir. Sarf malzemelerinin bir bölümünün bünyede üretilmeye başlanması ile sahip olunan maliyet avantajları, kemoterapi ilaç hazırlamanın tüm safhalarında kullanılan cihaz, yazılım, set ve konektörlerin önemli bir kısmının Şirket bünyesinde üretilebilmesinden dolayı esnek üretim kabiliyeti, düşük borçluluk ve ilişkili taraf işlemleri nedeniyle sade bilanço yapısı, ihalelerin kazanılmasındaki yüksek oran Şirket'i ön plana çıkarırken sağlık harcamalarının zaruri nitelikte olması nedeniyle ekonomideki olumsuz döngülere karşı dirençli sektör yapısı, regülasyona tabi olması nedeniyle yüksek giriş bariyeri, düşük üretim maliyetleri nedeniyle önemli ihracat ve sağlık turizmi potansiyeli sektör için güçlü bir hikayeye işaret etmektedir. 2022/06 itibariyle artan kur ortamında Şirket 7,3 mn TL döviz fazlasına sahiptir.*

Sağlık harcamalarının zaruri olması Şirket'i aşağı yönlü risklere karşı dirençli kılmakta

Sarf malzemelerinin bünyede üretilmeye başlanması karlılığı artırmakta. Şirket bünyesinde yapılan AR-GE çalışmaları neticesinde 2020 yıl sonu itibarıyla kemoterapi ilaç hazırlama ve uygulama setlerine yönelik yurt dışından ithal edilen birçok sarf malzemesinin (Oncovalf, Oncovial, Spike ürünlerinden oluşan bağlantı aparatları) üretimine başlanmıştır. 2021 yılında EBITDA marjının 2020 yılına oranla artmasında söz konusu ürünlerin ithalat yerine bünyede üretilmeye başlanması da etkili olmuştur.

Dirençli nakit akımı. Canlıların yaşamını sağlıklı bir şekilde sürdürebilmesi ve yaşam kalitesinin artırılmasında sağlık sektörünün önemi büyüktür. Diğer bir ifade ile sağlık harcamaları, insan hayatında kısıtlama yapılamayacak harcamalar arasında yer almaktadır. Bu açıdan bakıldığında Şirket'in kanser gibi önemli bir hastalığın tedavisinde kullanılan kemoterapi ilaçlarının hazırlanmasında faaliyet gösteriyor olması Şirket gelirlerinin ekonomik dalgalanmalardan asgari derecede etkilenmesini mümkün kılabilmektedir.

Covid-19 salgınında gösterilen hızlı reaksiyon proaktif yönetim yapısına işaret etmekte

Proaktif yönetim yapısı. 2019 yılı sonu ve 2020 yılı başında etkisini göstermeye başlayan Covid-19 salgını karşısında Şirket hızlı bir şekilde hareket ederek Covid-19 test kitlerini üretime alabilmiş ve 2020 yılında test kitlerinden önemli oranda gelir elde etmiştir. Hızlı bir şekilde üretime geçilebilmesi Şirket yönetiminin proaktif davranabildiğine işaret ederken ilerleyen dönemlerde olası salgınlara karşı Şirket'e know-how kazandırmıştır. Başka bir deyişle Şirket'in gerekli durumlarda gerekli aksiyonları alarak olası farklı salgınlara karşı test kitlerini hızlı bir şekilde üretime alıp gelir elde edebilecek know-how ve beceriye sahip olduğu söylenebilir.

Yurt dışı büyümesi Grup için önemli bir fırsat olarak görülmekle birlikte değerlemede dikkate alınmamıştır

Enflasyon üzerinde büyüme. Artan nüfus, ortalama yaşam süresindeki artış, sosyal devlet kavramının gittikçe önem kazanması ve artan yaşam kalitesi ile birlikte sağlık endüstrisi büyümeye devam etmekte olup mevcut durumda demografik yapı, sağlık turizmine ve iç talepteki artış sağlık sektörünün büyüyeceği yönündeki beklentileri kuvvetlendirmektedir. Özellikle ortalama yaşam süresi ile çevre kirliliğindeki artış kanser görülme sıklığının artmasına sebep olmuş ve bu durumun ilerleyen dönemlerde de devam etmesi beklenmektedir. 2005 yılından günümüze kadar yapılan sağlık harcamaları incelendiğinde sağlık harcamalarındaki büyümenin enflasyon rakamlarından fazla olduğu görülmektedir.

Halka arz ile kazanılan ihalelerin sayısının artması bekleniyor

Halka arz yurtdışı ihale süreçlerinin olumlu etkileyebilir. Olası bir halka arz sonrası Şirket'in finansallarının kamuya açık olacak olması, yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek tüm kararların KAP'ta yayınlanacak olması ve kurumsal yönetim tebliğine uyumluluk için yapılacak çalışmalar Şirketi daha şeffaf bir yapıya ulaştıracaktır. Bilgi asimetrisinin ortadan kalkacak olması Şirket'in ihalelerde başarı sansını artırabilecektir.

Temel Yatırım Unsurları

Kompakt üretim yapısı müşteriler nezdinde tercih sebebi

Esnek üretim kabiliyeti. Kemoterapi ilaç hazırlamanın tüm safhalarında kullanılan, cihaz, yazılım, set ve konektörlerin önemli bir kısmının Şirket bünyesinde üretilebilmesinden dolayı Şirket esnek üretim kabiliyetine sahiptir. Bu durum Şirket'e maliyet avantajı sunduğu gibi müşteri isteklerine bağlı olarak üretim planlamasında ve ürün özelliklerinde değişiklik yapabilme yeteneği kazandırmaktadır. İfade edilen kazanımın Şirket'i müşteriler nezdinde rakiplerine oranla daha tercih edilebilir kılması beklenebilir.

Düşük işçilik maliyeti ve sarf malzemelerinin düşük maliyetlerle bünyede üretilmesi ihracat ve sağlık turizmi adına önemli bir potansiyel

Niş bir alanda faaliyet gösterilmekte. Tıbbi cihaz sektöründeki uyulması gereken standartlar sebebiyle yurtiçinde ve Dünya'da tedarikçi firma sayısı azdır. Tıbbi cihaz sektörü sıkı bir şekilde kontrol edilen ve regüle bir sektör olup, üretilen, ithal ya da ihraç edilen tüm ürünler Ürün Takip Sistemi (ÜTS) ile izlenmektedir. Tıbbi Cihaz Yönetmeliği kapsamında olan ürünlerin, uymak zorunda olduğu biyo-uyumluluk, paketleme ve sterilizasyon standartları ile mevzuatları bulunmaktadır. Hammadde/mamul konusunda tedarikçilere bağımlı olunması nedeniyle de olası tedarikçi değişikliklerinde testlerin yenilenmesi ve yetkili belgelendirme kuruluşlarından izin alınması zorunludur. Ek olarak Şirket bünyesinde tüm hizmetin kompakt olarak sunulabilecek şekilde bir yapılanmanın gerçekleşmiş olması zamanla kazanılmış bir nitelik olmakla birlikte önemli bir katma değer olarak düşünülebilir. İfade edilen katma değer kopyalanamayan ya da para ile satın alınamayacak bir know-how olarak değerlendirilebilmektedir. Bu durum sektöre giriş bariyerinin yukarı çekebilmektedir. Söz konusu giriş bariyeri sektördeki firma sayısının rekabeti kızıştıracak seviyelere çıkmasını engellemektedir. Bu durum sektördeki firmaların kar marjlarının devamlılığı için olumlu karşılanmaktadır.

Sektörün sıkı bir şekilde regüle edilmesi sektörde giriş bariyerini yükseltmektedir

Sektör ihalelerinin yarısına yakını Oncosem'de. Oncosem'in gelirleri arasında en büyük pay Devlet ve üniversite hastanelerine verilen kemoterapi ilaç hazırlama setleri satışından kaynaklanmakta ve söz konusu satışların tamamı gerçekleştirilen ihalelerin Şirket tarafından kazanılması sonucunda gerçekleşmektedir. Elektronik Kamu Alımları Platformu (EKAP) verilerine göre 2019 yılında yapılmış olan kemoterapi ile ilgili ihalelerin yaklaşık %32'sini, 2020'de %18'ini, 2021'de ise %48'ini Grup kazanmıştır. İhalelerdeki yüksek başarı oranı Şirket'in faaliyet alanında sahip olduğu tecrübe, yönetim ve hizmet kalitesinin bir göstergesi olarak düşünülebilir.

2021 yılı ihalelerinin %48'i Oncosem tarafından kazanılmıştır

Düşük borçluluk ve ilişkili taraf işlemleri. 2022/06 itibari ile Şirket'in net borç tutarı yaklaşık 9,3 mn TL olup Net Borç/EBITDA rasyosu 0,1x seviyesi ile düşük oranlardadır. Ek olarak Şirket'in ilişkili taraflar ile gerçekleştirilen işlem hacminin sınırlı seviyede olması dikkat çekmektedir.

Düşük borçluluk ve ilişkili taraf işlem hacmi sade yapıya işaret etmekte

İhracat ve sağlık turizmi potansiyeli. Yüksek kur nedeniyle Avrupalı rakiplere karşı düşük işçilik giderleri ve bazı sarf malzemelerinin bünyede ithalat maliyetlerine oranla daha düşük bedellerle üretilebiliyor olması Şirket ürünlerinin yurt dışı müşteriler nezdinde daha rekabetçi hale gelmesini sağlamaktadır. Bu durum ilerleyen dönemler için Kemoterapi İlaç Hazırlama Setleri Satışı için önemli bir ihracat potansiyeli oluştururken aynı zamanda yurtdışı müşterilerin Türkiye'de tedavi olmasını gerektirecek önemli bir maliyet avantajı sunmaktadır. Diğer bir ifade ile yurtiçi yerleşiklerden kaynaklanacak gelir potansiyeline ek olarak sağlık turizminden kaynaklanması beklenen gelir miktarının da yıllar itibari ile artması beklenebilir.

İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Riskler

Hammadde tedarikinde aksamalar yaşanması. Küresel anlamda yaşanılan tedarik zinciri kırılması problemi nedeniyle sektörde hammadde tedarik sorunları yaşanabilir. Hammadde arzındaki düşüşler sonucunda şirketler ihtiyacı olan ürünleri zamanında ve uygun fiyatlarla tedarik edemeyebilir ve faaliyetleri olumsuz etkilenebilir.

Döviz kurlarındaki oynaklık. Şirket'in hizmet vermesi için kullandığı sarf malzemelerinin bir bölümü ithal edilmektedir. Döviz kurlarındaki yukarı yönlü oynaklıklar Şirket'in kar marjlarını geçici bir süreliğine olumsuz etkileyebilir. Bununla birlikte Şirket'in 2022/06'da döviz fazlasında bulunması kur artışlarına karşı hedge mekanizması görmektedir.

Kemoterapi ilaçlarının SGK kapsamından çıkarılması gelirler için bir risk unsuru olarak görülmektedir

Kemoterapi ilaçlarının SGK kapsamından çıkarılması. Kemoterapi ilaç uygulama ve hazırlama sistemlerinin SGK Sağlık Uygulama Tebliğine göre (SUT) geri ödeme listesinden çıkarılması durumunda Şirketin ürün ve hizmetlerine talep düşebilir ve Şirket'in faaliyetleri olumsuz etkilenebilir.

Mevzuat değişiklikleri. Şirket ve bağlı ortaklığı, düzenlenmiş ve sıkı kontrol altında olan bir sektörde faaliyet göstermekte olup, Türkiye ve yurt dışındaki sağlık hizmeti mevzuatlarında meydana gelebilecek değişiklikler Şirket ve bağlı ortaklığı faaliyetlerini olumsuz etkileyebilir.

Kanser için kemoterapi dışında aşı ya da ilacın geliştirilmesi Şirket'in en önemli ürününü işlevsiz kılacaktır

Kansere yönelik kemoterapi haricindeki tedavilerin bulunması. Şirket'in gelir kalemlerinin önemli bölümü kemoterapi ilaç hazırlama gelirleri, kemoterapi ilaç hazırlama cihazlarının üretimi ve kemoterapi ilaç hazırlama ve uygulama setlerine yönelik sarf malzemenin üretiminden oluşmaktadır. İlerleyen dönemlerde kanserin tedavisine yönelik kemoterapi harici yöntemlerin geliştirilmesi Şirket'in gelirlerinin olumsuz yönde etkileyebilir. Örneğin Kanser aşısının geliştirilmesi kemoterapi tedavilerini askıya alacağından gelirler olumsuz etkilenecektir.

Üretim tesisleri ile ekipmanlarındaki olası sorunlar. Üretim tesislerinde ve depolarda meydana gelebilecek kazalar (yangın vb.) ile üretim ekipmanlarında meydana gelebilecek arızalar, ekipman yedek parça temininde gecikmeler, İhraççının faaliyetlerini aksamasına ve karlılığının düşmesine sebep olabilir.

İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.S.

Yatırım Tezi
Stratejik Sektör

Bariyer– Faaliyet göstermek için birçok prosedürün sağlanmış olması ve kompakt bir üretim yapısı gerekeceğinden sektöre giriş bariyeri yüksek

Sektör – Sağlık harcamalarının zaruri bir ihtiyaç olması şirketin nakit akımlarını ekonomik dalgalanmalara karşı korunaklı kılmakta

Büyüme – Yaşam süresi, nüfus artışı ve sosyal devlet kavramının önem kazanması ile enflasyon üzerinde büyüme

İhracat–Yüksek kur ve bünyede üretim nedeniyle düşük maliyetler önemli ihracat ve sağlık turizmi potansiyeli sunmakta

Oncosem

Müşteri–Gelirlerin büyük bir bölümünün Devlet ve Üniversite hastanelerinin ihaleterinin kazanılması ile elde edilmesi

Yönetim– Covid-19 salgını karşısında test kitlerinin hızlıca üretilebilmesi proaktif ve esnek yönetim yapısına işaret etmekte

Rakip –. Sektöre giriş bariyerinin yüksek olması nedeniyle rakip firma sayısı düşük seviyelerde

Çarpan – Halka arz piyasa değeri benzerlerine göre daha düşük değerleme çarpanlarına işaret etmekte

Borçluluk– Düşük borçluluk ve ilişkili taraf işlem hacmi sade bilanço yapısı ve düşük riske işaret etmekte

Halka Arz Hikayesi

Kanser tedavileri için yapılan sağlık harcamalarının zaruri bir ihtiyaç olması; Enflasyon üzerinde büyüme ve aşağı yönlü risklere dirençli nakit akımları; Yüksek kur ve bünyede üretim nedeniyle düşük maliyetlerin önemli ihracat ve sağlık turizmi potansiyeli sunması ; Sektöre giriş bariyerinin yüksek olması nedeniyle rakip firma sayısının az olması; Covid-19 salgınında kazanılan know-how olası salgınlar için önemli bir tecrübe; Kompakt üretim yapısı ile müşteri taleplerine uygun esnek üretim kabiliyeti; Düşük borçluluk ve ilişkili taraf işlem hacmi; Gelirlerin önemli bölümünün Devlet ve Üniversite hastanelerinin ihaleterinin kazanılması ile elde edilmesi; Düşük ticari alacak riski

Şirket arzdan elde edeceği kaynağın %23'ü ile işletme sermayesi ihtiyacının finanse edilmesi,%36'sının planlanan üretim fabrikası yatırımı kapsamında kullanılması, %28'inin üretim kapasitesinin artırılmasına yönelik yapılacak makine ve ekipman yatırımları ve %13'ünün yurtdışı ünite merkezleri yatırımı kapsamında kullanılması planlanmaktadır.

Değerleme

Halka arz iskontosu öncesi 428 mn TL adil piyasa değeri elde edilirken halka arz iskontosu sonrası 348 mn TL değere ulaşılmıştır

Yılın son çeyreğinde başlayan enflasyonist ortam ve test kiti satışlarındaki normalizasyon nedeniyle son 4 çeyrek EBITDA verileri yerine 2022 yılında beklenen EBITDA tahmini değerleme çarpanlarını yorumlamada daha fazla önem arz etmektedir

Halka arz fiyatı ile belirlenen Şirket değeri, 2022 cari ve 2022'de beklenen EBITDA verilerine göre sırasıyla 3,9x ve 7,1x EV/EBITDA çarpanlarına işaret etmektedir

Yurt dışı büyümesi Grup için önemli bir fırsat olarak görülmekle birlikte değerlemede dikkate alınmamıştır

Duyarlılık analizinde Şirket değer aralığı 294 mn TL ve 751 mn TL bandında hareket etmektedir

Değerleme Özeti

%19 halka arz iskontosu. İNA yöntemine %80 ağırlık verilirken mevcut piyasa algısını da yansıtmak adına piyasa çarpanlarına %20 ağırlık verilerek şirket değeri tespit edilmiştir. Geleneksel değerleme metodolojilerine göre halka arz fiyatı belirlenirken tespit edilen değere %20 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Baz değere ek olarak iyimser ve kötümser nakit akış modellemesi ve piyasa çarpanlarına göre duyarlılık yapılmış, baz değer için değer aralığı belirlenmiştir.

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
Metodolojiler			
İNA	308	80%	15,49
Sınai Endeksi	907	10%	45,60
Sağlık Grubu	904	10%	45,43
Yurtiçi Benzerler	1.126	0%	56,57
Yurtdışı Benzerler	1.122	0%	56,38
Halka Arz Piyasa Değeri	428	100%	21,50
Halka Arz İskontosu	*-19%*		
Nihai Değer	348		17,50

Değer Çarpanları	2022-06	2022T
EV/EBITDA	3,9	7,1
F/K	4,3	m.d.
EV/Net Satış	2,2	2,4
PD/DD	4,0	m.d.

İNA Duyarlılık Analizi

Piyasa çarpanları ve İNA yaklaşımı için iyimser ve kötümser senaryolar simüle edilmeye çalışılmış; değerin oynaklığı ortaya konulmuştur. Baz senaryoda İNA değerinin yaklaşık %63,3'ü projeksiyon dönemindeki beklentilerden kaynaklanırken, İNA modeli iyimser ve kötümser senaryolarda 294-386 mn TL bandında hareket etmektedir. Tüm değer senaryoları ise 294 mn TL ve 751 mn TL bandında hareket etmektedir.

İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

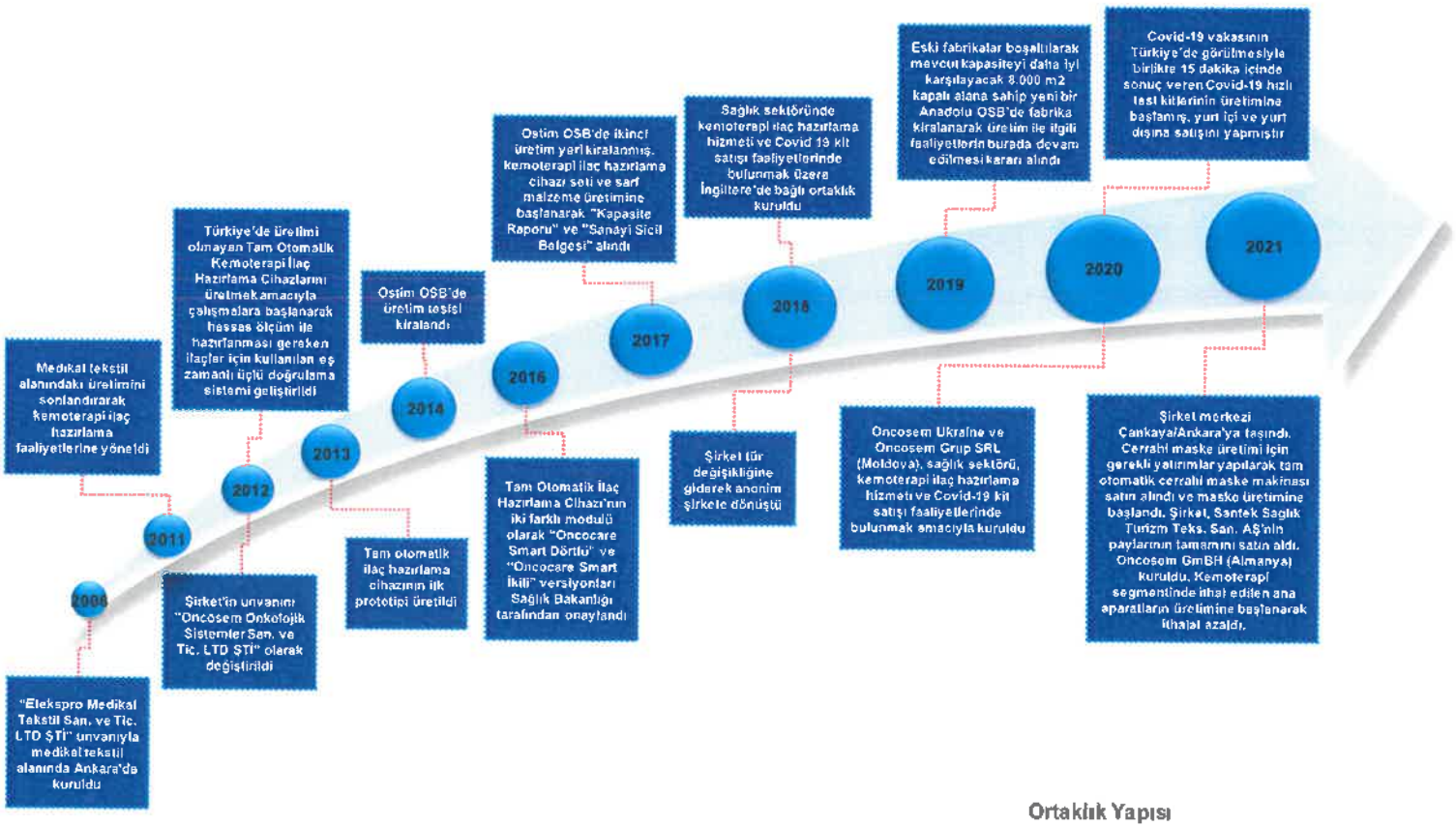
Şirket Profili

Şirket faaliyetlerini kemoterapi ilaç hazırlama hizmetleri, cihaz satışları ve test kiti satışları olmak üzere üç ana kalemde yürütmektedir

Şirket, Türkiye'de otomatik kemoterapi ilaç hazırlama sistemlerinin ilk üreticisi konumunda olup hâkim ortağın sektörde 25 yılın üzerinde tecrübesi bulunmaktadır

2008 yılında kuruldu. Oncosem Onkolojik Sistemler Sanayi ve Ticaret AŞ ("Şirket"), 2008 yılında "Etekspro Medikal Tekstil Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti." unvanıyla kurulmuş, 2012'de unvan değişikliğine giderek unvanı "Oncosem Onkolojik Sistemler Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti." olarak değiştirilmiş ve son olarak 2018'de tür değişikliğine giderek unvanı "Oncosem Onkolojik Sistemler Sanayi ve Ticaret A.Ş." olarak değiştirilmiştir. Şirket, mevcut durumda tam otomatik kemoterapi ilaç hazırlama cihazlarının üretimi, kemoterapi ilaç hazırlama ve uygulama setlerine yönelik sarf malzemenin üretimi, kemoterapi ilaçlarının hazırlanması ve uygulanması için ithal edilen/üretilen serum torbaları, hortumları ve bağlantı aparatlarından oluşan ilaç hazırlama ve uygulama setleriyle hastalara hizmet verilmesi, Covid-19 hızlı antijen ve antikor test kitleri üretimi, cerrahi maske üretimi, kamu hastaneleri, üniversite hastaneleri ve özel hastanelerde kemoterapi ilaç hazırlama ünitelerinin kurulması ve işletilmesi faaliyetlerini gerçekleştirmektedir. Şirket'in mevcut durumda toplamda 2.070 m^2 alana sahip yönetim binası ve 10.000 m^2 alana sahip fabrikası/şubesi bulunmaktadır.

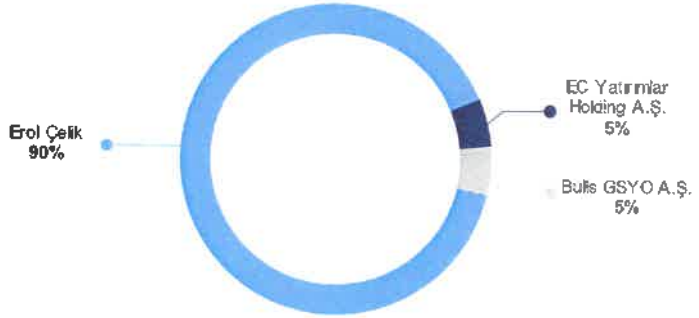
Ana ortaklar. Şirket'in ana ortağı olan Erol Çelik, iş hayatına ve sektöre 1996 yılında atılmış olup sektörde önemli bir tecrübeye sahiptir. Erol Çelik, 2021 Aralık'ta Oncosem'in sermayesinde sahip olduğu paylarının %5'ini pay başına 10,05 TL'den 10.000.000 TL karşılığında EC Yatırımlar Holding A.Ş.'ye; %5'ini pay başına 10,05 TL'den 10.000.000 TL tutar karşılığında Bulls Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'ye satılmıştır.



Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Pay Grubu	Nominal, TL	Oran
Erol Çelik	A	3.980.000	20,0%
	B	13.930.000	70,0%
EC Yatırımlar Holding A.Ş.	B	995.000	5,0%
Bulls GSYO A.Ş.	B	995.000	5,0%
Toplam	A + B	19.900.000	100%

Ortaklık Yapısı



Şirket Profili

8.000 m²'si kapalı olmak üzere toplamda 10.000 m²'lik üretim tesisi

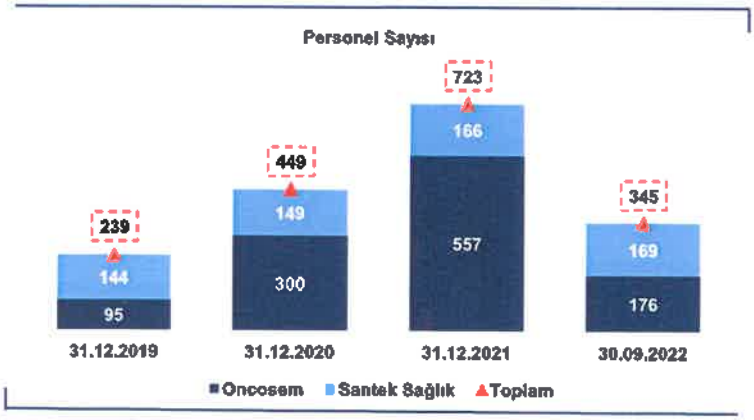
Personel. Şirket'in 2019 yılında 239 olan konsolide personel sayısı, 2020 yılında 449'a, 2021 yılında ise 723'e yükselmiştir. Şirket'in artan iş hacmi ve Covid-19 Pandemisi dönemi itibarıyla test kiti üretimine başlanması kapsamında personel ihtiyacı oluşmuş ve bu kapsamda 2020 ile 2021 yıllarında süreli personel alımı yapılmıştır. 30.09.2022 dönemi itibarıyla ise test kiti üretim faaliyetlerinin durdurulması ile birlikte bu kapsamda alınan personellerin sözleşmeleri karşılıklı anlaşılarak feshedilmiş ve personel sayısı 345'e gerilemiştir. Şirket tarafından test kiti satışlarının ilerleyen yıllar içerisinde azalarak sonlanacağını varsayılmaktadır. Mevcut durumda test kiti üretimi durdurulmuştur. Satışlar mevcut stoklar üzerinden yapılmakta olup vaka sayısındaki artışa göre test kiti üretimi alanının aktif edilebileceği Şirket yönetimi tarafından tarafımıza ifade edilmiştir.

2019 yılında üretim kapasitesini ve verimini yükseltmek amacıyla Ankara Anadolu Organize Sanayi Bölgesinde yeni bir fabrika kiralamış ve taşınmıştır

Üretim Tesisi. Mevcut durum itibarıyla Şirket, üretim faaliyetlerini Sincan/Ankara'da bulunan kiralık üretim fabrikasında gerçekleştirmektedir. Söz konusu üretim fabrikası, 8.000 m²'si kapalı, 2.000 m²'si açık alan olmak üzere toplamda 10.000 m² alana sahiptir. Kapalı alanın 1.500 m²'lik bölümü cihaz üretim alanı, 1.000 m²'lik bölümü kemoterapi ilaç hazırlama, uygulama set ve adaptörlerin üretim alanı, 1.000 m²'lik bölümü enjeksiyon makinaların bulunduğu setlerde kullanılan bağlantı aparatlarının üretim alanı, 1.500 m²'lik alanı Covid-19 test antijenlerinin üretim ve paketleme alanı, 2.500 m²'lik kısmı depolama alanı ve 500 m²'lik alan ise ofis ve sosyal alan olarak kullanılmaktadır. Şirket'in merkez ofisi Çankaya/Ankara'da yer almakta olup toplam 1.870 m² kapalı, 200 m² açık alandan oluşmaktadır.

Konsolidasyonda yer alan Santek Sağlık ilgili ürünlerin satışında aktif bir firmadır

Bağlı Ortaklıklar. Santek Sağlık Turz. Teks. San. A.Ş. ("Santek Sağlık"); 2006 yılında Ankara'da kurulmuştur. Şirket'in ana faaliyet konusu tıbbi cihazların pazarlaması ve satışı ile kemoterapi ilacı hazırlama hizmeti verilmesidir. Şirket, kemoterapi ilaç hazırlama setleri satışlarını bağlı ortaklığı Santek Sağlık ile birlikte yürütmektedir. Bu durumun temel sebebi bu hizmet kapsamında yapılan satışların büyük kısmının ihale usulü ile devlet ve üniversite hastanelerine yapılmasıdır. Bu ihalelere katılmanın en önemli şartlarından birisi, iş bitirme belgesi olup Santek Sağlık, 2006 yılında Şirket'ten önce kurulmuş ve yapmış olduğu işler sayesinde bu ihalelere katılmak için gerekli iş bitirme belgelerine sahiptir. Bu nedenle Şirket, üretmiş olduğu ürünleri Santek Sağlık'a satmakta ve kemoterapi ilaç hazırlama hizmeti çoğunlukla Santek Sağlık üzerinden verilmektedir. Bununla birlikte ihale büyüklüklerine göre ilgili hizmet, Şirket tarafından doğrudan da verilebilmektedir.



Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, Şirket

Tesis Bilgileri		
Tesis Adı	**Yönetim Binası**	**Fabrika/OSB Şubesi**
Büyüklüğü	2.070 m²	10.000 m2
Açık Alan	*200 m2*	*2.000 m2*
Kapalı Alan	*1.870 m2*	*8.000 m2*
Konumu	Çankaya / Ankara	Sincan / Ankara
Kullanım Amacı	Şirket Merkez Ofisi-Yönetim Binası	Fabrika Binası-Üretim Tesisi
Mülkiyet Durumu	Şirket ana pay sahibi Erol Çelik'e aittir.	Kira

Kaynak: Şirket

Bağlı Ortaklık	Kuruluş ve Faaliyet Yeri	Faaliyet Konusu	Sermayesi (30.06.2022)	Oncosem'in Şirket Sermayesindeki Payı
Santek Sağlık Turizmi Tekstil ve Sanayi A.Ş.	Türkiye	Tıbbi cihaz pazarlama ve satışı	7.700.000 ₺	100%

Kaynak: Şirket

İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Yönetim Kurulu

Erol Çelik
YK Başkanı - Genel Müdür

- 1969 yılında Batman'da doğan Erol Çelik, 1992 yılında Fırat Üniversitesi'nde Elazığ Meslek Yüksekokulu İktisadi ve İdari Programlar Turizm ve Otelcilik bölümünü, sonrasında Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Çalışma Ekonomisi ve Endüstri İlişkileri bölümünü bitirmiştir. İş hayatına 1996 yılında, hastane enfeksiyonları ile mücadele ve biyogüvenlik alanında yöneticilik ve şirket ortaklığı ile başlamış, 2006 yılında ise Santek Sağlık'ı, 2008 yılında Etekspro Medikal Tekstil Ltd. Şti.'yi kurmuştur. Ayrıca, laboratuvar sistemleri ve hizmetlerini yürütmek için Plüton Özel Tanı Tedavi Laboratuar Tahsil Sağlık Hizmetleri ve Organizasyonu Pazarlama ve Ticaret Ltd. Şti.'yi kurmuştur.

Fatma Çelik
YK Üyesi

- 1979 yılında Ankara'da doğan Fatma Çelik, 2013 yılında Anadolu Üniversitesi'nde İktisat Fakültesi Kamu Yönetimi Bölümünü, sonrasında Anadolu Üniversitesi Açıköğretim Fakültesi İlahiyat bölümünü bitirmiştir. Plüton Özel Tanı Tedavi Laboratuar Tahsil Sağlık Hizmetleri ve Organizasyonu Pazarlama ve Ticaret Ltd. Şti.'nde 2013 yılından itibaren %50 oranında pay sahibi, Santek Tarım Hayvancılık Turizm Tekstil Gıda İnşaat Enerji Sağlık San. ve Tic. Ltd. Şti.'nde 2018 yılından itibaren tek pay sahibidir. 2014 yılından itibaren Oncosem Onkolojik Sistemler San. ve Tic. A.Ş.'de idari işler alanında aktif olarak görev almakta olup, 2022 yılı itibarıyla Oncosem'in yönetim kurulu üyeliğine atanmıştır.

Tevhide Sarıtaş
YK Üyesi

- 1993 yılında Ankara Cumhuriyet Ticaret Lisesi'ni, 1997 yılında da Gazi Üniversitesi'nde İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme bölümünden mezun olmuştur. 1997-2007 tarihleri arasında Roketsan Roket Sanayi ve Ticaret A.Ş.'de uzman olarak, 2006-2007 tarihleri arasında TRavelex Ankara Döviz Ticareti Yetkili Müessese A.Ş.'de müdür olarak, 2010-2016 tarihleri arasında da Toplu Konut İdaresi Başkanlığı'nda Uzman olarak çalışmıştır. 2016 yıldan beri Santek Sağlık A.Ş.'de çalışmakta olup, 2022 yılı itibarıyla Oncosem'in yönetim kurulu üyeliğine atanmıştır.

Kuddusi Müftüoğlu
Bağımsız YK Üyesi

- 1970 yılında Alanya'da doğan Kuddusi Müftüoğlu, 1988 yılında Konya Anadolu Lisesi'ni, 1994 yılında Dokuz Eylül Üniversitesi Mimarlık Fakültesi Şehir ve Bölge Planlama bölümünü bitirmiştir. 1992 – 1999 yılları arasında Süper Lig hakemliği yapmıştır. 2003 yılında FIFA Hakemi olan Kuddusi Müftüoğlu, 2015 yılında Türkiye Futbol Federasyonu Merkez Hakem Kurulu Başkanlığı yapmıştır. 2013 yılından beri, Onurhas Turizm İnşaat A.Ş. bünyesinde yönetim kurulu başkanlığını yapmakta olup, aynı zamanda söz konusu şirkette %1 oranında pay sahibidir. 2022 yılı itibarıyla Oncosem'in bağımsız yönetim kurulu üyeliğine atanmıştır.

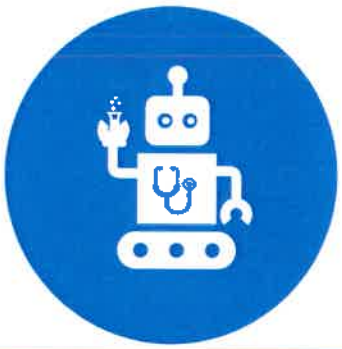
Zerrin Çavuşoğlu
Bağımsız YK Üyesi

- 1976 yılında Muğla'da doğan Zerrin Çavuşoğlu, 1993 yılında Köyceğiz Naip Hüseyin Lisesi'ni, 1999 yılında da Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat bölümünü bitirmiştir. 2000-2007 yılları arasında Güven Sigorta A.Ş.'de uzmanlık statüsünde çeşitli alanlarda çalışarak sonrasında 2007-2008 yıllarında Groupama Sigorta'ya geçiş yapmıştır. 2009 yılında Groupama Sigorta'daki görevinden ayrılarak Deneyim Sigorta Aracılık Hizmetleri Ltd. Şti.'ni kurmuştur. 2020 yılından bu yana da tarım sektöründe faaliyet gösteren Deneyim Organik Tarım Hayvancılık İnşaat Turizm Ticaret Ltd. Şti.'nde tek pay sahibi olup, aynı zamanda 2022 yılı itibarıyla Oncosem'in bağımsız yönetim kurulu üyeliğine atanmıştır.

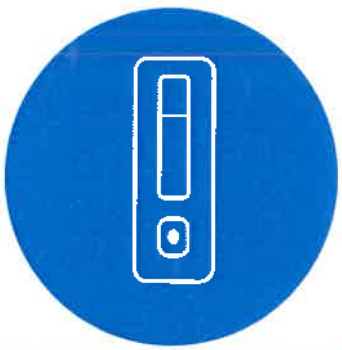
Ürünler

Kemoterapi İlaç Hazırlama Setleri

Cihaz Satışları



Test Kitleri



FAALİYET ÖZETİ

Ortaklar & Kuruluş

Ortaklar

90%	Erol Çelik
5%	EC Yatırımlar Holding AŞ
5%	Bulls GSYO AŞ

2008 yılında kuruldu
10.000 m² toplam fabrika alanı
Merkez: Çankaya / Ankara
Çalışan Sayısı: 345

İhracat & Ürünler

Ürünler
- Kemoterapi İlaç Hazırlama Setleri
- Cihaz Satışları
- Test Kiti

İhracat
32,6 mn TL ihracat (2022/06 4Ç)

Mali Veriler	2022/06 - 4Ç	2022T
Net Satışlar	*159 mTL*	*148,4 mTL*
EBITDA	*91,2 mTL*	*50,3 mTL*
Özkaynak	*86,1 mTL*	*m.d.*
Aktifler	*125,9 mTL*	*m.d.*
Net Kar	*78,4 mTL*	*m.d.*

Sektör

Sağlık hizmetleri harcamaları, ülkelerin sosyal ve ekonomik konjonktürlerine göre değişiklik göstermektedir. ABD, sağlık hizmetlerinde açık ara en çok harcama yapan ülke konumunda olup GSYH'den aldığı pay %16,8 oranındadır. ABD'yi %12,5 ile Almanya ve %11,3 ile İsviçre takip etmektedir. Meksika, Türkiye, Çin, Endonezya ve Hindistan gibi bazı ülkeler milli gelirlerinin %6'sından daha azını sağlık endüstrisine harcadı. OECD ülkelerinin ortalama kişi başı sağlık harcaması 4.000 SGP* USD'nin üzerinde olmakla birlikte kişi başına yaklaşık 11 bin SGP USD ile ABD, 7 bin SGP USD ile İsviçre, 6,7 bin USD ile Norveç en çok harcamayı yapan ilk üç ülke oldu. OECD ülkeleri arasında kişi başına düşen sağlık harcaması ve sağlık harcamasının GSYH'ye oranı sıralamasında Türkiye son sıralarda yer almıştır. TÜİK verilerine göre Türkiye'de toplam sağlık harcaması 2020 yılında bir önceki yıla göre %24,3 artarak 249 milyar 932 milyon TL'ye yükseldi. 2025 yılında Türkiye'de 490 milyar TL sağlık harcaması tahmin ediliyor. Küresel tıbbi cihaz sektörü 2020 yılında 432,2 milyar USD, 2021 yılında 455,3 milyar USD'lik büyüklüğe ulaşmış olup ülkemizde bu 2020 yılı için 17,2 milyar TL olarak gerçekleşmiştir

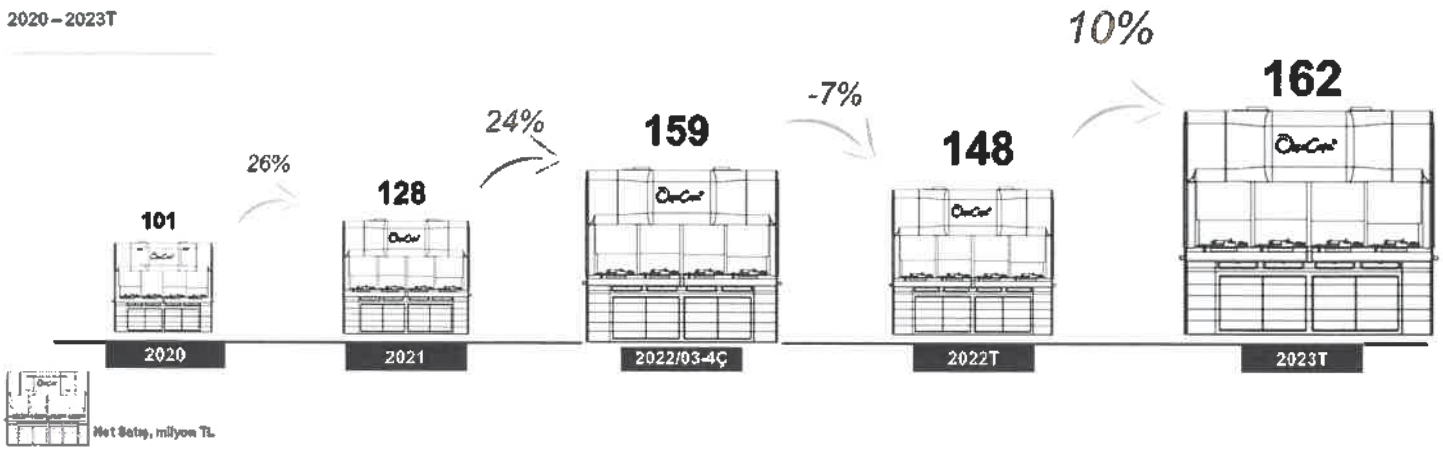
Kaynak: OECD, TÜİK, Fitch Solution, Medtech Europe, Fortune Business

Mevcut durumda test kiti üretimi durdurulmuş olup satışlar mevcut stoklar üzerinden yapılmaktadır. Vaka sayısındaki artışa göre test kiti üretimi alanı aktif edilebilecektir.

İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

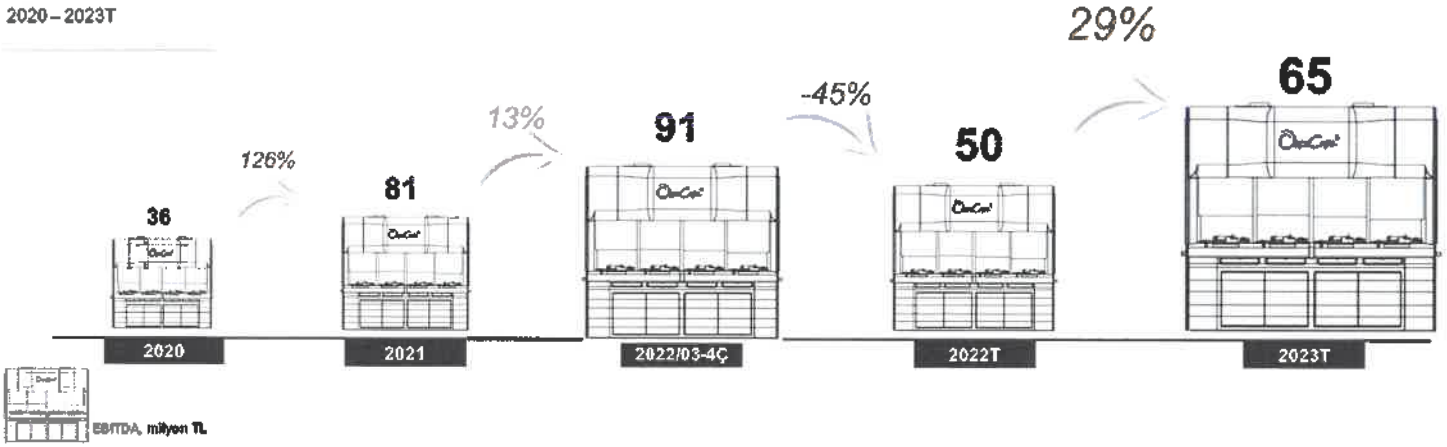
17% YBBO

2020 – 2023T



22% YBBO

2020 – 2023T



İNFO
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Ürünler

Şirket, kemoterapi ilaç hazırlama hizmetinde kullanılan sistem, yazılım, set ve aparatları birbirine uyumlu olarak çalışacak şekilde tasarlamış, tüm üretim kapasitesi ve teknolojik altyapısını buna uygun olarak dizayn etmiştir

Şirket, Türkiye'de otomatik kemoterapi ilaç hazırlama sistemlerinin ilk üreticisi konumundadır

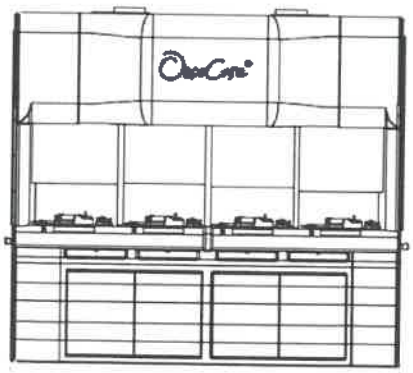
Öncesinde yurt dışından ithal edilen set ve bağlantı aparatları üretimi, mevcut durumda Şirket bünyesinde üretilmeye başlanmıştır

Bazı kuruluşlar, kemoterapi ilaç hazırlama hizmetinin ürün başına maliyetini düşürmek adına tam otomatik ilaç hazırlama cihazını satın almaktadır. Şirket, bu kuruluşlara kemoterapi ilaç hazırlama hizmetini vermeye devam etmekle birlikte ürün başına daha düşük bir ücret almaktadır

Kemoterapi İlaç Hazırlama ve Uygulama Setleri. Kemoterapi tedavisinde, kanser türlerine göre farklı tedavi protokolleri uygulanmaktadır. Uygulanan protokole göre seçilen kemoterapi ilaç sayısı ve uygulama sıklığı farklılık göstermekte, onkolojik ilaç dozları ve süresi, tedavi gören hastanın yaşı, cinsiyeti, kilosu ve hastalığının evresine göre hekim tarafından belirlenmektedir. Genel olarak kamu hastaneleri bu hizmeti ihale yolu ile; özel hastaneler ise özel anlaşmalarla satın almakta olup kamu kurumlarında ihalenin kazanılmasıyla, özel kurumlarda ise sözleşmenin imzalanmasıyla süreç başlamaktadır. Öncelikle hizmeti alacak kurum tarafından ilaç hazırlama ünitesinin kurulumunun yapılacağı yer tahsis edilir. Şirket ve/veya Santek Sağlık tarafından hasta kapasitesine göre en uygun boyutlarda, alandaki partikül konsantrasyonunu ve partiküllerin alan içerisine girişini kontrol edebilen, ilgili standartlara göre üretilmiş sistemler olan temiz oda yapımı ve kurulumu gerçekleştirilir. Temiz oda içerisinde gerekli tefrişat ve düzenlemeler yapıldıktan sonra yeterli sayıda tam otomatik ilaç hazırlama cihazları, ilaç hazırlama ve uygulama setleri kemoterapi ilaç hazırlama ünitesine yerleştirilir. Ünite içerisinde çalışacak personellerin istihdamı Şirket ve/veya Santek Sağlık tarafından sağlanır. Kemoterapi uygulanacak hastanın ilaçları, protokolüne göre, operatörler tarafından SF ve Dextroz (şekerli ve tuzlu serum) ile karıştırılarak hastanın ilacı hazırlanır. Kemoterapi ilaç hazırlama hizmeti başladıktan sonra, her aybaşından sonuna kadar yapılan ilaç hazırlama işlemleri, ürün başına hazırlanan ilaç bedeli olarak kuruma ay sonunda hak ediş düzenlenerek fatura edilir. Şirket, ilaç hazırlama hizmetinde kullanılan cihaz ve otomatik sistemleri, bu sistemle birlikte kullanılan yazılım, ilaç transfer-hazırlama uygulama setleri ve kapalı sistem konektörlerin üretimi Şirket tarafından gerçekleştirilmektedir. Kullanılan tüm sistemlerin yazılımları, Şirket'in bilgi işlem ekibi tarafından yapılmaktadır. Yönetim'e göre kemoterapi ilaç hazırlama ve uygulama sistem ve ürünleri katma değeri yüksek, dünyada çok az üreticisi olan spesifik bir alandır.

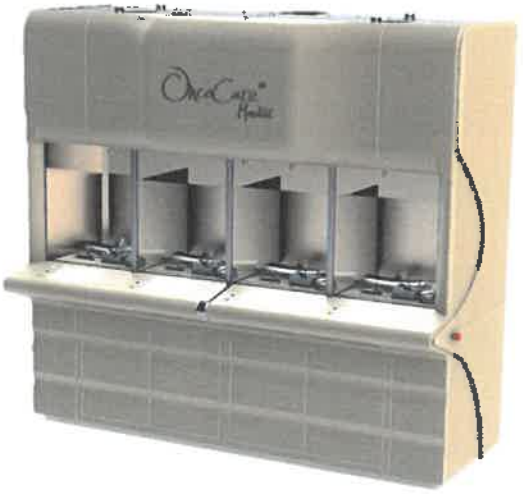
Tam Otomatik Kemoterapi İlaç Hazırlama Cihazı. Oncocare, çok hassas ölçümler ile hazırlanması gereken ilaçlar için kullanılabilecek tam otomatik ilaç hazırlama cihazıdır. Bu cihaz hassas ölçümler yaparak operatörün doğrudan müdahalesi olmadan hata payını en aza indirgeyerek hızlı ve efektif şekilde ilaç hazırlanması için kullanılmaktadır. 4 veya 2 modüllü olarak iki farklı model ile satışı gerçekleştirilen cihazda modül sayısı kadar farklı ilaç aynı anda hazırlanabilmektedir. Cihaz, hassas ölçümler ile hazırlanması elzem olan ilaç ve ilaç karışımlarının hazırlanmasını sağlayan bir enjektör kontrol grubu ile farklı boyutlarda enjektörler ile hassas bir şekilde çalışma özelliğine sahiptir. Şirket, Türkiye'de otomatik kemoterapi ilaç hazırlama sistemlerinin ilk üreticisi olarak pazara çıkmasının yanında, Dünya'da robotik olarak adlandırılan sistemlerin kapasitesinin üzerinde çalışma potansiyeli ile bir rekabet oluşturmuştur. Otomatik kemoterapi ilaç hazırlama cihazı ve cihazla birlikte kullanılan yönetim yazılımı, kemoterapi ilaç hazırlama ve uygulama setleri, ile bağlantı aparatları ve adaptörlerinin (Oncovalve, Oncovial, Spike) üretimi Şirket bünyesinde gerçekleştirilmektedir.

Test Kiti Satışları. Şirket, test kiti satışları kapsamında, Covid-19 virüsünü tespit etmeye yönelik hızlı antijen ve antikor test kitlerinin üretimini ve satışını yapmaktadır



4 modüllü

2 modüllü



İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.S.

Satışlar

Şirket'in gelirleri temel olarak kemoterapi ilaç hazırlama hizmetleri, cihaz satışları ve test kiti satışlarından oluşmaktadır

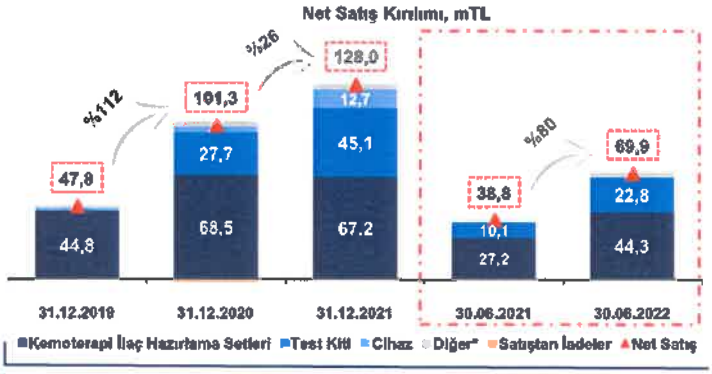
Covid 19 salgını ile birlikte test kiti satışları hasılatta önemli bir yer edinmiş olup ilerleyen yıllarda azalarak sonlanacağı varsayılmaktadır

Şirket, mevcut durum itibarıyla 39 farklı merkezde kemoterapi ilaç hazırlama hizmeti verirken bu merkezlerin 26'sı Marmara Bölgesi'nde 5'i Akdeniz Bölgesi'nde yer almaktadır. 2022/06 dönemi itibarıyla son 4 çeyrekte yapılan satışların %47'si Marmara Bölgesi'nde yapılmıştır

Satışlarda istikrarlı büyüme. Şirket faaliyetleri temel olarak kemoterapi ilaç hazırlama ve uygulama seti satışlarından oluşmakta olup Covid 19 salgını ile birlikte 2020 yılından itibaren test kiti satışları da hasılatın içinde önemli bir yer edinmiştir. 2019 yılında 47,8 mn TL net satış geliri elde eden Şirket, pandemi ile birlikte satışına başlanan hızlı test kiti satışlarının da hasılatta yer alması, ihracat ve ana faaliyet olan kemoterapi ilaç hazırlama seti gelirlerindeki artış akabinde net satışlar yıllık %112 artışla 101,3 mn TL'ye yükselmiştir. 2022'nin ilk yarısında test kiti satışları ve kemoterapi ilaç hazırlama setleri satışlarındaki artış öncülüğünde net satışlar %79,9 artış göstererek 69,9 mn TL'ye yükselmiştir. 2020 yılındaki hızlı büyüme baz etkisi oluşturmuş ve 2021'de net satışlar %26,3 büyümüştür. 2022'nin ilk yarısında ise Covid 19 salgının etkisi devam etmiş, toplam satışların %33'ünü test kiti satışları, %63'ünü kemoterapi ilaç hazırlama setleri satışları oluşturmuştur. Kemoterapi ilaç hazırlama setleri satışlarında Şirket'in ürettiği kemoterapi ilaç hazırlama setleri ile hazırlanan ilaç sayısı ("ürün sayısı") 2019'da 480.797, 2020'de 525.562, 31.03.2021'de 137.351, 2021 yıl sonunda 568.139, 30.06.2022'de 322.590 adet olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılının ilk yarısında, 2021 yılına göre yurt içi ürün başına ortalama fiyat %72,7 artış göstererek 138 TL'ye yükselmiştir.

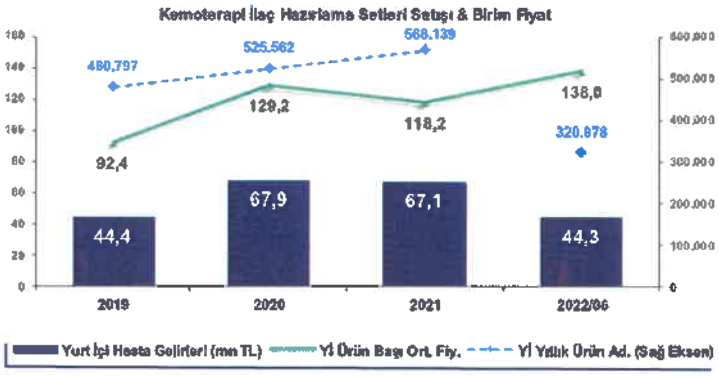
Yurt içi satışlarda en büyük pay devlet hastanelerinde. Şirket'in yurt içi satışlarında en büyük payı devlet hastanelerine yapılan satışlar alırken üniversite ve özel hastaneler diğer büyük satış kanallarıdır. Pandemi ile birlikte artan test kiti satışları devlet ve üniversite hastanelerinin satışlar içerisindeki payını görece düşürmüştür. Şirket, hastanelere gerçekleştirilen satışların yıllar içerisinde artarak devam edeceğini öngörürken test kiti satışlarının ilerleyen yıllar içerisinde azalarak sonlanacağını varsaymaktadır. Bayilere yapılan satışlar ise bazı kuruluşların, hastanelerin açtığı kemoterapi ilacı hazırlama hizmeti ihalelerini kazandıktan sonra bu hizmeti hastanelere Oncosem aracılığıyla sağlaması sonucu oluşan gelirlerdir. Diğer kişi ve kuruluşlara yapılan satışlar ise yurt içindeki hastane dışı kurumlara yapılan satışlardır. Pandemiyle beraber artan test kiti satışı ilgili kanalda önemli bir ağırlığa sahiptir.

Covid 19 salgını ile birlikte test kitlerine yönelik ciddi bir talep oluşması, arz açığına neden olmuş ve Şirket, sektördeki arz açığında kendine yer edinmiştir.



Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

2022'nin ilk yarısında kemoterapi ilaç hazırlama setlerinin ürün başına ortalama birim fiyatı, 2021'e göre %73 artış göstermiştir.



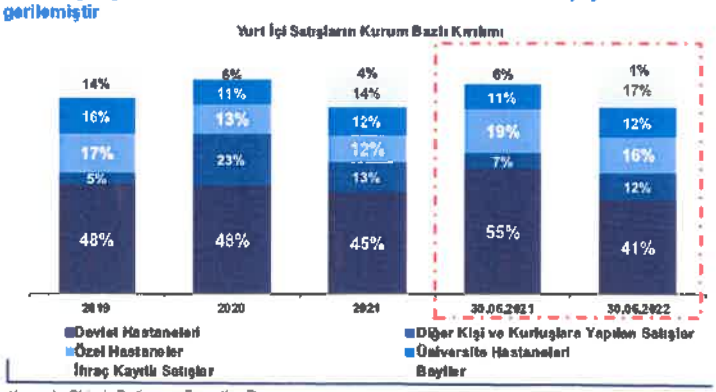
Kaynak: Şirket
Yİ: Yurt İçi

Net Satış Kırılımı (TL)

	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2021	30.06.2022	Son 4 Çeyrek	YBBO
Kemoterapi İlaç Hazırlama Setleri	44.788.732	68.494.054	67.171.475	27.165.397	44.301.073	84.307.151	28,5%
Cihaz	1.980.199	4.166.490	12.684.368	-	-	12.684.368	110,2%
Test Kiti	-	27.724.043	45.059.986	10.126.371	22.772.079	57.705.694	a.d.
Diğer*	1.407.635	3.073.590	3.363.731	1.607.274	2.857.504	4.613.961	69,5%
Brüt Satışlar	**48.176.566**	**103.458.177**	**128.279.560**	**38.899.042**	**69.930.656**	**159.311.174**	**61,3%**
Satıştan İadeler	(371.327)	(2.157.273)	(290.882)	(49.390)	(31.760)	(273.252)	(11,5%)
Net Satış	**47.805.239**	**101.300.904**	**127.988.678**	**38.849.652**	**69.898.896**	**159.037.922**	**61,7%**
Değişim		*111,9%*	*26,3%*		*79,9%*		

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu
** Diğer gelirler, sigorta ve teşvik primlerinden oluşmaktadır.*

Yurt içi satışlardan en yüksek payı devlet hastanelerine yapılaş satışlar olup test kiti satışlarıyla birlikte devlet ve üniversite hastanelerinin payları kısmi gerilemiştir



Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

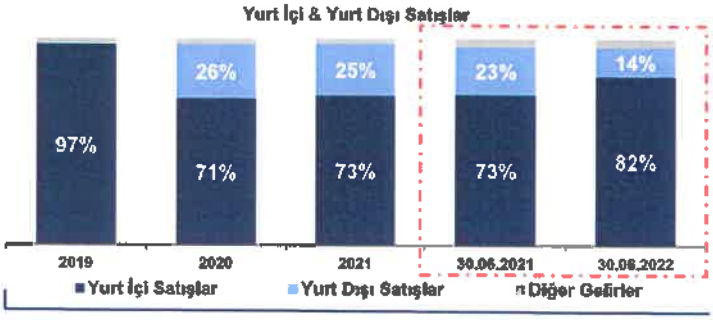
İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Satışlar

2022'nin ilk yarısında, yapılan ihracatın yarısından fazlası Almanya ve Katar'a

Test kiti satışları ihracata katkı sağladı. Yurt dışına yapılan satışlar, Covid-19 test kiti satışlarından ve tam otomatik ilaç hazırlama cihazı satışlarından oluşmaktadır. İhracatın toplam hasılattan aldığı paydaki artışın temel sebebi, pandemi döneminin etkisiyle ihracı gerçekleştirilen test kiti satışlarıdır. Şirket, finansal tablo dönemleri boyunca Ukrayna'ya üç, Kazakistan'a iki adet tam otomatik ilaç hazırlama cihazı ihracatı gerçekleştirmiştir. Covid 19 salgını ile birlikte üretilip satılmaya başlanan Covid 19 test kitleri ihracatın içeriğini oluşturmuştur. 2020 yılında 26,3 mn TL olan ihracat tutarı, 2021 yılında %21 artışla 31,7 mn TL'ye yükselmiştir. Cari yılın ilk yarısında, bir önceki yılın aynı dönemine göre %10,1 artarak 9,8 mn TL'ye gerilemiştir. 2022'nin ilk yarısında yapılan ihracatın %34'ü Almanya'ya, %27'si Katar'a, %20'si Bosna Hersek'e yapılmıştır. Şirket tarafından test kiti satışlarının ilerleyen yıllar içerisinde azalarak sonlanacağını varsayılmaktadır. Mevcut durumda test kiti üretimi durdurulmuştur. Satışlar mevcut stoklar üzerinden yapılmakta olup vaka sayısındaki artışa göre test kiti üretimi alanının aktif edilebileceği Şirket yönetimi tarafından tarafımıza ifade edilmiştir.

Test kiti satışlarıyla birlikte yurt dışı satışların toplam satışlar içindeki payı artış göstermiştir.



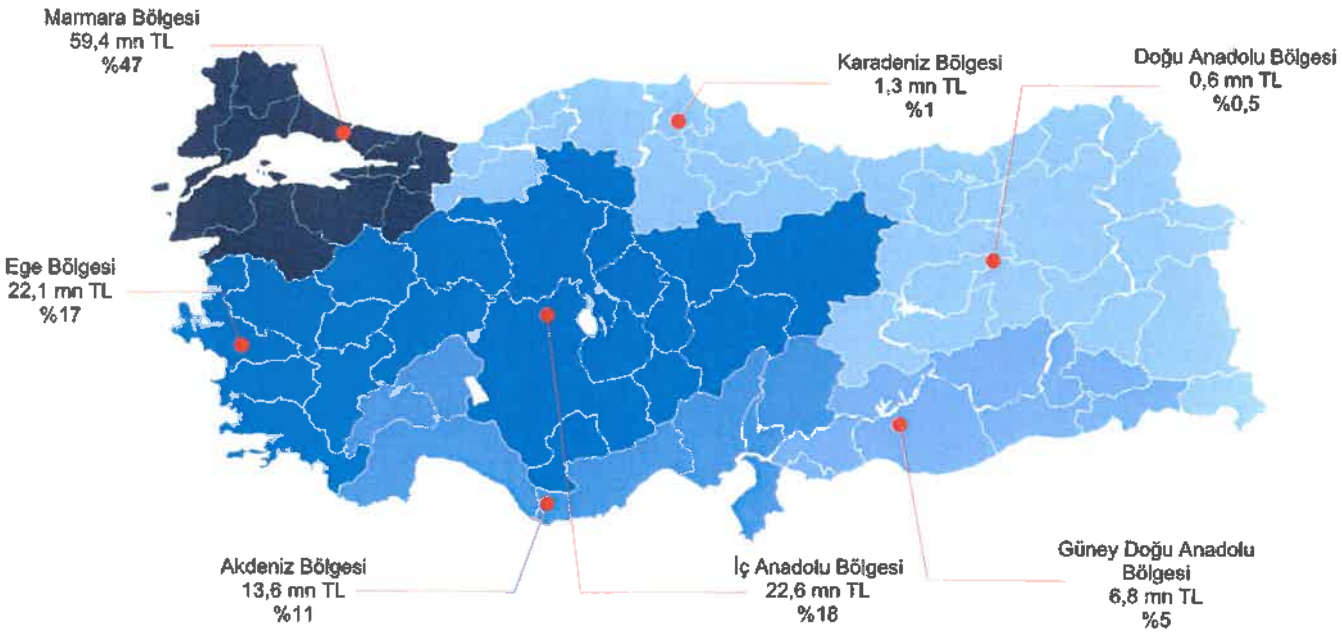
Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Yurt Dışı Satışların Ülkeler Bazında Dağılımı, TL

Ülke	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2021	30.06.2022
Almanya	16.200.547	17.131.344	3.051.844	3.344.880
Katar	-	-	-	2.656.217
Bosna Hersek	-	1.385.784	1.012.866	1.993.666
Slovak Cumhuriyeti	-	15.680	-	711.472
Bulgaristan	278.185	181.343	-	484.432
Diğer	9.776.038	12.966.704	4.816.694	587.393
Toplam	**26.254.770**	**31.680.855**	**8.881.404**	**9.778.060**

Kaynak: Şirket

Yurt içi Satışların* Bölgesel Bazda Kırılımı, TL (2022/06 Son 4 Çeyrek)



Kaynak: Şirket

** Yurt içi satışlar ile diğer gelirler toplamının son 4 çeyrek itibarıyla yıllıklandırılmış değerleri baz alınmıştır.*

Bölgelerin altında yer alan yüzdeler, ilgili bölgenin toplam yurt içi satışlardan aldığı payı göstermektedir.

İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Finansal Analiz

2022/06'da aktifin %2,6'sı kadar nakit pozisyonu

Güçlü müşteri portföyü şüpheli alacak oranını düşürmekte

Kurlardaki artış ticari alacakları yükseltti

2021 sonunda ilk 10 müşterinin toplam satışlardan aldığı pay %41 olarak gerçekleşti

Artan navlun fiyatlarına ek olarak pandemide hammaddeye erişimin zorlaşması stoklardaki artışın temel nedeni

ERL Sağlık 2020'de satıldı

Aktiflerin %63,3'ü likit varlıklardan oluşmakta

79,8 mn TL dönen varlıklar. 31 Mart 2022 tarihi itibariyle Şirket'in bankalardaki mevduatlar üzerinde blokaj bulunmamaktadır. Şirket'in 2022/06'da nakit ve benzerleri, toplam aktiflerin %2,6'sı olarak kaydedildiği gözlenirken geçmişe göre ilgili rasyoda hafif gerileme görülmektedir. Nakit oranı 2021 sonunda ise %4,5 olarak meydana gelmiştir. 2022/06 itibariyle işletme sermayesinde iyileşme yaşanmasına karşın düşük seviyede kar, kredi ödemeleri ve maddi duran varlık yatırımı kaynaklı görece nakitte gerileme yaşanmıştır. Nakit pozisyonunda geçmiş yıllarda döviz mevduatın ağırlığı dikkat çekerken 2021 sonu ve 2022/06'da dövizli mevduatta kayda değer bir gerileme meydana gelmiştir. Bu durum TL mevduata yönelik devletin sağladığı teşviklere yorumlanmakla birlikte son dönemde yaşanan kur artışı nedeniyle finansman gelirlerinde takip edilen kur farkı gelirini aşağı çekmiştir. Özellikle 6,5 mn TL döviz mevduatın bulunduğu ve kurun önemli bir yükseliş yaşadığı 2020 yılında Şirket kayda değer oranda kur farkı geliri yazmıştır. 2020'de 21,6 mn TL olan ticari alacaklar 2021'de 33,9 mn TL'ye yükselirken 2022/06'da ticari alacakların 31,7 mn TL'ye gerilediği görülmektedir. Şirket'in temel müşterileri kemoterapi tarafında kamu, üniversite ve özel hastaneler olurken test kiti tarafında yurtiçi ve yurtdışı müşteriler öne çıkmaktadır. Özellikle 2020 ve 2021'de yurtdışına satılan test kitlerinde alacaklar döviz bazlı oluştuğu ve kurlarda yükseliş yaşandığı için 2021'de ticari alacaklarda dikkate değer bir artış görülmüştür. 2021'de gelirlerdeki büyüme de ticari alacaklardaki artışta etkili olmuştur. 2022/06'da ise özellikle test kiti vadelerindeki gerileme, ticari alacakları görece aşağı çekmiştir. Cari dönemde ticari alacakların sadece %1'inin şüpheli alacak olarak kaydedildiğini görmekteyiz. Kamu, üniversite ve özel hastane müşterileri finansal olarak güçlü müşteriler olduğu için kemoterapi segmentinde Şirket önemli bir şüpheli alacak riskine maruz değildir.

Pandemi ve enflasyon stoklamayı beraberinde getirdi. Şirket stoklarının önemli bir kısmı kemoterapi ilaç hazırlama ürünleri ve test kitlerinin hammaddesinden oluşmaktadır. Yarı mamul ve mamuller ise kemoterapi setleri, test kitleri ve cihazlara alttir. 2020 yılında 5,1 mn TL olan stoklar 2021'de 33,1 mn TL'ye yükselmiştir. 2021 yılında Covid-19 hızlı test kitlerinin satışından dolayı stok miktarlarında artış dikkat çekmektedir. Talep artışlarına hazırlıklı olmak, fiyat artışları ve döviz dalgalanmalarından korunmak amaçlı stoklarda artış olduğu Yönetim tarafından beyan edilmiştir. 2022/06 döneminde ise 2021 yılsonuna göre %11,9 artışla stoklar 37 mn TL'ye yükselmiştir. Stoklarda hammaddeyi ikiye ayırmak gerekmektedir. Kemoterapi tarafında uygulama setlerinin üretimi için kullanılan hortum, torba ve plastik hammaddeyi oluştururken test kiti tarafında kutu ve şişeler hammaddeye örnek olarak verilebilir. 2021'de kısa vadeli peşin ödenmiş giderlerde önemli bir artış yaşanmış ve 1,7 mn TL olan 2020 seviyesinden geçtiğimiz yıl 6,5 mn TL'ye yükselmiştir. Peşin ödenmiş giderleri stoklar için verilen avanslar domine etmektedir. Bu minvalde stoklardaki harekete benzer bir seyir gözlenmektedir. 2022/06'da ise yeterli stok seviyesine ulaşılması nedeniyle peşin ödenmiş giderlerde gerileme yaşanmıştır. Diğer dönen varlıklar ise devreden KDV ve KDV alacaklarından oluşmaktadır. 2020'de 3,2 mn TL olan diğer dönen varlıklar 2021'de 5,9 mn TL'ye ulaşmıştır. Stoklardaki artış KDV alacaklarını artırırken ihracattaki ivmelenme devreden KDV'yi yukarı çekmiştir. KDV'nin 3,5 mn TL'lik kısmı ihracat ve ihraç kayıtlı işlemlerden kaynaklı KDV iadesi kapsamında 16.03.2022 tarihinde vergi dairesinden tahsil edilmiş olup bu kapsamda diğer dönen varlıklarda 30.06.2022 döneminde düşüş görülmüştür. Satış amaçlı sınıflandırılan finansal varlık 2019'da 25 bin TL olarak kaydedilmesine rağmen sonraki yıllarda bilançodan çıkmıştır. Konsolidasyonda yer alan Santek Sağlık Turz. San. ve Tic. A.Ş., %100'üne sahip olduğu ERL Sağlık Yatırım Turizm A.Ş.'deki payını 19.08.2020'de Erol Çelik'e 100 bin TL'ye satmıştır. İlgili işlemden kaynaklanan tahsilat 2021 yılı içerisinde gerçekleşmiştir.

Likit bilanço. Sonuç olarak 2020 yılında 41,9 mn TL olan dönen varlıkların 2021'de 85,3 mn TL'ye yükseldiği ve toplam aktifin %66'sını oluşturduğunu görmekteyiz. 2022/06'da ise azalan nakit, peşin ödenmiş giderler ve ticari alacakların etkisiyle dönen varlıklar 79,7 mn TL'ye gerilemiştir. Dönen varlıkların aktiflerin önemli bir kısmını oluşturması nedeniyle Şirket'in likit bir bilançoya sahip olduğunu söyleyebiliriz.

Finansal Analiz

Turizm alanında faaliyet göstermesi planlanan Emka Sağlık hisselerinin konsolidasyondan çıkarılması 2021'de maddi duran varlıklardaki gerilemeyi açıklamakta

Teşvik kapsamında ilaç hazırlama yazılım yatırımı. Şirket'in genel merkezi ve fabrika binası kiralık olması sebebiyle maddi duran varlıkları büyük oranda tesis, makine ve cihazlar, taşıt, demirbaş ve özel maliyetlerden oluşmaktadır. Hastanelerdeki temiz oda harcamaları ise bir geliştirme yatırımı olarak görülmediği için maddi duran varlıklarda aktifleşmemekte; doğrudan gidere atılmaktadır. Şirket'in 2019 yılında yeniden değerlemeye bağlı değer artışı kapsamında 74,6 mn TL olarak gerçekleşen maddi duran varlıkları 2020 yılında özellikle tesis, makine ve cihazlardaki ilave girişler kapsamında %11,4 artışla 83,1 mn TL'ye yükselmiştir. Konsolidasyonda yer alan Santek'in bağlı ortaklığı olan Emka Sağlık hisselerini 13 Aralık 2021'de Erol Çelik'e devretmesi sebebiyle ilgili şirket konsolidasyondan çıkarılmıştır. Bu durum özellikle Emka Sağlık bünyesinde yer alan ve turizm amaçlı kullanılması hedeflenen arsanın konsolidasyondan çıkarılmasına sebep olmuş ve 2021'de maddi duran varlıklarda önemli bir gerilemeyi beraberinde getirmiştir. 2021'de genel merkez ve fabrika binasında yapılan tadilat nedeniyle özel maliyetlerde önemli bir artış yaşanmıştır. Ayrıca yatırım teşvik kapsamında 2021 yılında tesis makine yatırımı gerçekleştirilmiş ve maddi duran varlıklara ciddi bir giriş sağlanmıştır. İlgili yatırımlar genel olarak otomasyon cihazı ve tam otomatik ilaç hazırlama cihaz yatırımlarıdır. Şirket'in maddi duran varlıkları 30.06.2022 döneminde ise ilave girişler kapsamında 2021 yılsonuna göre sınırlı artışla 38 mn TL'ye yükselmiştir. 2019 yılında 695.152 TL olan maddi olmayan duran varlıklar, 2020 yılında geliştirme maliyetlerinin tamamının itfa edilmesine bağlı olarak 2019 yılına göre %4,1 oranında sınırlı düşüşle 666.474 TL'ye gerilemiş olup 2021 yılında ise 2020 yılına göre %181,5 artışla 1,9 mn TL'ye yükselmiştir. 2022/06 döneminde ise 2021 yılsonuna göre %23,5 düşüşle 1,4 mn TL olarak kaydedilmiştir. 2021 yılında satın alınan tam otomatik ilaç hazırlama cihaz yazılım programı ve solid yazılım programı kapsamında maddi olmayan duran varlıklarda artış görülmüş olup 2022/06'da ise ayrılan amortisman tutarlarına bağlı azalış yaşanmıştır. İlgili yazılım yatırımının teşvik kapsamında yapıldığı Yönetim tarafından beyan edilmiştir.

Yatırım teşvik kapsamında ilaç hazırlama yazılımı güncellendi

Bina ve araç kiraları kullanım hakkı varlıklarını oluşturmakta

Kullanım hakkı varlıkları ve yatırım avansları. 2021 sonunda 2,5 mn TL olan kullanım hakkı varlıkları 2022/06'da ayrılan amortisman giderlerinin etkisiyle 1,3 mn TL'ye gerilemiştir. Araç ve bina kiralarından oluşan uzun vadeli kira sözleşmeleri bağımsız denetimce kullanım hakkı varlıklarında takip edilmektedir. Kullanım hakkı varlıkları içerisinde binalar kalemi 2019 yılında Şirket'in Sincan/Ankara'da bulunan üretim fabrikasına ilişkin tutarlardan oluşmakta iken ilerleyen dönemlerde üretim fabrikasına ek olarak Çankaya/Ankara'da bulunan merkez ofis binası da eklenmiştir. Uzun vadeli peşin ödenmiş giderler sabit kıymet yatırımı ile ilgili avanslardan kaynaklanmaktadır. İlgili hesap 2020'de 1,8 mn TL olarak gerçekleşirken 2021'de 484.068 TL'ye gerilemiştir. Cari dönemde ise 2 mn TL olarak kaydedilmiştir. 2020 yılında Covid-19 pandemisi ile birlikte Şirket, maske yapımı makinası almış olup bu kapsamda söz konusu makine için ödenen peşinat kaynaklı uzun vadeli peşin ödenmiş giderlerde artış görülmüştür. 2021 yılında söz konusu maske yapımı makinasının teslim alınmasına bağlı olarak peşin ödenmiş giderlerde düşüş görülmüş olup 2022/06'da ise yeni yaptırılan enjeksiyon kalıpları ve alınacak infüzyon pompaları için ödenen peşinatlar kapsamında uzun vadeli peşin ödenmiş giderlerde artış yaşanmıştır. İşbu rapor tarihi itibarıyla maske üretimi ve satışı yapılmamaktadır. Şirket'in uzun vadeli diğer alacakları verilen depozito ve teminatlardan oluşmakta olup önemli bir kısmı Oncosem'in Sincan/Ankara'da bulunan kiralık üretim tesisi kapsamında fabrika sahibine verilen teminat çekinden kaynaklanmaktadır.

Varlık satışı sonrası ertelenmiş vergi yükümlülüğü azaldı

Ertelenmiş vergi varlık ve yükümlülükleri. Şirket, ertelenmiş vergi varlık ve yükümlülüklerini; varlık ve yükümlülüklerin bilançodaki kayıtlı değerleri ile vergi değerleri arasında oluşan geçici farklar üzerinden bilanço tarihi itibarıyla yasalaşmış vergi oranlarını kullanarak hesaplamaktadır. Şirket'in 2019 ve 2020'de maddi duran varlık yeniden değerlenmesi kapsamında önemli tutarda ertelenmiş vergi yükümlülüğü bulunmaktadır. Yeniden değerlemesi yapılan söz konusu maddi duran varlığın bağlı ortaklık satışı kapsamında 2021 yılında konsolidasyon dışı bırakılması çerçevesinde 2021 ve 2022/06'da ertelenmiş vergi yükümlülüğü azalmıştır.

İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Finansal Analiz

Kredilerin tamamı TL bazlı olup önemli bir kısmı kısa vadede kaydileşmekte

Düşük finansal borçluluk. 2019 yılında 24,4 mn TL olan toplam finansal borçlar yıllara sari gerilemiş ve 2021'de 11 mn TL olarak kaydedilmiştir. 2022/06'da ise finansal borçlar 7,6 mn TL'ye gerilemiştir. Cari dönem itibariyle finansal borçların kayda değer bir kısmı kısa vadeli olup tamamı TL bazlıdır. Şirket'in özkaynak metodu ile finansman kültürüne sahip olması ve üretilen nakit nedeniyle önemli bir borçluluğa sahip olmadığını görmekteyiz. Kullanılan kredilerin ise önemli bir kısmının geçmiş yıllarda faydalanılan düşük maliyetli KGF kaynaklı olduğu Yönetim tarafından beyan edilmiştir. 2020 yılında kullanılan uzun vadeli taksitli kredi sebebiyle finansal borçlulukta artış yaşanmış; izleyen dönemlerde ise kredi ödemeleri ve işletme sermayesi ihtiyacının özkaynaklarla finanse edilmesi kapsamında finansal borçlulukta düşüş görülmüştür.

Dövizdeki yükseliş ticari borçları artırdı

Ticari borçlarda önemli artış. 2019'da 5,7 mn TL olan ticari borçlar yıllara sari artmış ve 2021'de 11,3 mn TL'ye yükselmiştir. 2022/06'da ise 13,2 mn TL olarak kaydedilmiştir. Artan iş hacmine paralel olarak ticari borçlar yükselirken 2021'de yüksek stokla çalışmanın doğal bir sonucu olarak ticari borçlarda da artış yaşanmıştır. Test kiti ve kemoterapi segmenti için artan ithalat ticari borçları yükseltmiştir. Döviz bazlı ticari borçlarda kur kaynaklı artış yaşanması da ticari borçlarda yükselişi tetiklemiştir. Test kiti için gerekli olan kutular, şişeler, özel sıvı ve kâğıt temel ithal madde kapsamında değerlendirilmektedir. Kemoterapi segmentinde ise ana ürünler üretilmekle birlikte yardımcı aparatlar ithal edilmektedir. İthalatta test kiti dominant olarak görülmektedir.

Yatırım teşvik belgesine ek olarak KOSGEB'ten proje desteği dikkat çekmekte

KOSGEB desteği. Kısa vadeli diğer borçlar, 2020 yılında 2019 yılına göre %153,8 artışla 4,1 milyon TL'ye yükselmiştir. Şirket KOSGEB'ten AR-GE projelerini destekleme çalışması kapsamında faizsiz nakit desteğinden faydalanmış olup söz konusu destek kapsamında diğer borçlar kaleminde artış görülmüştür. Kosgeb'in Şirket projesini onaylaması sonrası Şirket'e hibe kredi desteği sağlanmıştır. Kredinin bir kısmı ise faizsiz kredi olarak temin edilmiştir. Şirket proje kapsamında enjeksiyon makine yatırımı yapmakla birlikte fabrikadaki temiz oda kapasitesini artırmıştır. 2021 yılında ise ana ortak Erol Çelik'e olan diğer borçların ödenmesi kaynaklı ilişkili taraflara olan kısa vadeli diğer borçlar sıfırlanmış ve 2020 yılına göre %55,8 düşüşle 1,8 milyon TL'ye gerilemiştir. Şirket'in kısa vadeli diğer borçları 2022/06'da ise 2021 yılsonuna göre artarak 3,5 milyon TL olarak kaydedilmiştir. Şirket'in 2019 yılı itibarıyla kısa vadeli diğer borçlarında takip edilen 1.5 mn TL tutarındaki ilişkili taraflara olan borcu, Şirket ortağı Erol Çelik'in Emka Sağlık'tan olan alacağını; 2020 yılındaki 2,9 mn TL tutarındaki borç ise Şirket ortağı Erol Çelik'in Emka Sağlık'tan olan alacağına ilave olarak Santek Sağlık'tan olan alacağını ifade etmektedir. Söz konusu tutarlar, Erol Çelik'in ilgili şirketlere finansman sağlamak amaçlı vermiş olduğu fonlardan oluşmakta olup borçların tamamı 2021 yılı içerisinde ödenerek kapatılmıştır.

Düşük ilişkili taraf hacmi dikkat çekmekte

Pandeminin etkisinin azalması ile test kiti satışları durdurulmuş olup satışlar mevcut stoklardan yapılmaktadır

Alınan avanslar test kiti kaynaklı. Kısa vadeli ertelenmiş gelirler, 2020 yılında 2019 yılına göre %2,3 artışla 2,0 milyon TL'ye, 2021 yılında ise 2020 yılına göre %210,7 artışla 6,2 milyon TL'ye yükselmiştir. Şirket'in kısa vadeli ertelenmiş gelirleri, alınan sipariş avanslarından oluşmakta olup, 2020 yılında yurt dışına yapılan cihaz satışları, 2021 yılında ise Covid-19 hızlı test kiti satışlarına bağlı olarak artış göstermiştir. Şirket'in kısa vadeli ertelenmiş gelirleri 30.06.2022 döneminde ise 2021 yılsonuna göre %28,6 düşüşle 4,4 milyon TL'ye gerilemiştir. 30.06.2022 dönemi itibarıyla sipariş avansı alınan Covid-19 hızlı test kitlerinin teslim edilmesine bağlı olarak alınan sipariş avansları gerilemiştir. Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar, 2020 yılında 2019 yılına göre %161,4 artışla 1,8 milyon TL'ye, 2021 yılında ise 2020 yılına göre %77,8 artışla 3,2 milyon TL'ye yükselmiştir. 30.06.2022 döneminde ise 2021 yılsonuna göre %19,7 düşüşle 3,2 milyon TL'ye gerilemiştir. Artan iş hacmi sonrası yıllar itibarıyla personel sayısındaki artışa bağlı olarak ücret ve SGK ödemeleri de yükselmiştir. 2020 ve 2021 yıllarındaki personele borçlar kalemindeki artışın temel sebebi Covid-19 test kiti üretiminden kaynaklı personel artışlarıdır. 30.06.2022 dönemi itibarıyla ise test kiti üretim faaliyetlerinin durması ile birlikte bu kapsamda alınan personellerin sözleşmeleri karşılıklı anlaşılarak fesh edilmiş ve personele borçlar kaleminde düşüş görülmüştür. Kısa vadeli dönem karı vergi yükümlülüğü, 2020 yılında 2019 yılına göre %980,5 artışla 5,5 milyon TL'ye, 2021 yılında 2020 yılına göre %61,3 artışla 8,8 milyon TL'ye yükselmiş olup, 30.06.2022 döneminde ise 2021 yılsonuna göre %72 azalışla 2,4 milyon TL olarak kaydedilmiştir. Şirket'in satış ve karlılığının artmasına bağlı olarak dönem karı vergi yükümlülüğü de yükselmiştir.

Çalışanlara sağlanan faydalar, Şirket bünyesinde çalışan personellerin maaş ve SGK ödemelerinden oluşmaktadır.

İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Bilanço				
31 Aralık, TL Oncosem	2019 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	2020 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	2021 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	2022/06 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş
Aktifler	**101.376.492**	**132.127.371**	**129.551.193**	**125.884.223**
Nakit ve Benzerleri	6.869.888	8.421.719	5.770.301	3.212.822
Ticari Alacaklar	13.285.461	21.649.735	33.959.843	31.667.697
Stoklar	2.800.873	5.143.863	33.102.290	37.032.032
Diğer Alacaklar	-	274.496	-	823.038
Peşin Ödenmiş Gid.	1.102.417	1.670.830	6.481.684	2.152.062
Diğ. Dön. Var.	108.656	4.703.791	6.052.002	4.850.890
Satış Amaçlı Varlıklar	**25.000**	-	-	-
Dönen Varlıklar	**24.192.295**	**41.864.434**	**85.366.120**	**79.738.541**
Diğer Alacaklar	123.173	91.713	96.977	99.214
Finansal Yatırımlar	-	-	-	386.370
Maddi Olmayan Duran Var.	695.152	666.474	1.875.809	1.434.275
Peşin Ödenmiş Gid.	-	1.818.876	484.068	1.861.032
Maddi Duran Var.	74.584.965	83.068.137	36.786.736	38.061.154
Kullanım Hakkı Var.	1.286.343	3.436.221	2.525.049	1.313.462
Ertelenmiş Vergi Varlığı	493.564	1.181.516	2.416.434	2.990.175
Duran Varlıklar	**77.183.197**	**90.262.937**	**44.185.073**	**46.145.682**
Özkaynak ve Yükümlülükler	**101.375.492**	**132.127.371**	**129.551.193**	**125.884.223**
Kısa Vad. Borç.	1.360.053	1.068.637	851.956	-
Uz. Vad. Borç. Kısa Vad. Kıs.	11.715.104	13.363.512	7.625.544	5.835.744
Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü	504.895	5.455.597	8.800.990	2.405.108
Kiralama İşlemlerinden Borç.	277.912	888.568	1.241.943	1.135.439
Ticari Borçlar	5.767.902	6.785.003	11.314.591	13.187.565
Çalış. Sağ. Fay. Kap. Borç.	684.345	1.788.712	3.179.699	2.551.973
Diğer Borçlar	1.628.170	4.131.695	1.824.929	3.505.955
Ertelenmiş Gelirler	1.951.567	1.996.048	6.202.385	4.426.930
Diğ. Kısa Vad. Yüküm.	429.573	507.930	3.028.144	1.818.461
Kısa Vad. Yükümlülükler	**24.319.521**	**35.985.702**	**44.070.181**	**34.867.175**
Uzun Vad. Borç.	11.365.010	10.505.149	2.582.031	1.782.068
Kiralama İşlemlerinden Borç.	1.085.816	2.777.309	2.015.508	1.557.989
Diğer Borçlar	1.062.097	-	-	-
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	6.088.896	6.427.009	1.546.087	646.996
Uzun Vadeli Karşılıklar	284.800	415.189	540.006	917.016
Uzun Vad. Yükümlülükler	**19.886.619**	**20.124.656**	**6.683.632**	**4.904.069**
Sermaye	940.000	940.000	19.900.000	19.900.000
Ortak kontrole tabi birleşmeler	3.540.000	3.540.000	(20.810.112)	(20.810.112)
Diğ. Kap. Gelirler / (Giderler)	45.292.677	45.374.623	1.195.957	881.456
Kardan Ayrı. Kısıt. Yed.	405.720	405.720	564.530	564.530
Geçmiş Yıl Karları	3.341.827	5.291.283	6.214.078	77.947.005
Net Kar	1.949.456	18.712.827	71.732.927	7.630.100
Özkaynaklar	**55.469.680**	**74.264.453**	**78.797.380**	**86.112.979**
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	**1.699.672**	**1.752.560**	-	-

İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Finansal Analiz

1,5 mn TL dava karşılığı

Dava karşılıkları. Diğer kısa vadeli yükümlülükler izin karşılıkları, ödenecek vergi ve fonlar ve dava karşılıklarından oluşmaktadır. Şirket'in personellerinin ücret ve birikmiş izin gün sayılarının artışına bağlı olarak 2020 yılında kullanılmamış izin karşılığı kaleminde yükseliş yaşanmıştır. 2021 yılı ve 30.06.2022 dönemlerinde ise birikmiş izin gün sayılarının kullanımına bağlı olarak kullanılmamış izin karşılığı kaleminde düşüş görülmüştür. Dava karşılık kalemi ise 2022/06 itibariyle 1,5 mn TL olup davaya düşen şüpheli alacak ve iş kazası kaynaklıdır. Kiralama işlemlerinden kaynaklanan borçlar uzun ve kısa vadede TFRS16 kapsamında atılan kayıtlardan kaynaklanırken uzun vadeli karşılıklar ise kıdem tazminatıdır.

2021'de bedelsiz sermaye artışı

Sermaye artışı. Şirket'in, 28.05.2021 tarihli genel kurul kararı ile 940.000 TL olan sermayesinin tamamı geçmiş yıl karlarından karşılanmak üzere 18.960.000 TL artırılarak 19.900.000 TL'ye çıkarılmasına karar verilmiş olup söz konusu husus 04.06.2021 tarihinde tescil edilmiş, 04.06.2021 tarih ve 10342 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir.

Benzer şirketlerin birleştirilmesi ile yüksek ölçek sağlandı

Santek Sağlık hisselerinin satışı. 2021 yılında Santek Sağlık Turizm Tekstil Sanayi A.Ş.'nin Erol Çelik ve Fatma Çelik'e ait olan paylar Oncosem tarafından satın alınmış olup, söz konusu pay devri ile Oncosem, Santek Sağlık'ın sermayesinin tamamına sahip olmuştur. Santek Sağlık paylarının devralınması sonucu, ortak kontrole tabi işletme birleşmelerinin, hakların birleşmesi yöntemi ile muhasebeleştirilmesi sebebiyle finansal tablolarda şerefiyeye yer verilemeyeceğinden ortak kontrole tabi işletmelerin satın alınmasından kaynaklanan 20.810.112 TL şerefiye tutarı (Santek Sağlık'ın paylarının tamamının alış değeri olan 24.350.112 TL ile söz konusu şirketin önceki dönemlerde ödenmiş sermayesi olan 3.540.000 TL'nin arasındaki farkı ifade etmektedir.) özkaynaklar altında "Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi" hesabında gösterilmiştir. Söz konusu pay devrinin gerçekleşmesinin en büyük nedeni her 2 firmanın da benzer alanda faaliyet göstermesi ve ölçeğin büyütülmesidir.

Farklı alanda faaliyet gösteren şirket bünyeden çıkarıldı

Emka Sağlık hisselerinin satışı. 2019 ve 2020 yılındaki özkaynaklar içerisinde, maddi duran varlık yeniden değerlemesine bağlı olarak oluşan değer artış fonları kapsamında 45,3 milyon TL'lik yeniden değerleme ve ölçüm kazancı bulunmaktadır. Şirket'in eski bağlı ortaklığı olan Emka Sağlık A.Ş. paylarının tamamı 13.12.2021 tarihinde Erol Çelik'e devredilmiş olup, bu kapsamda Emka Sağlık A.Ş.'nin sahibi olduğu Antalya ili, Alanya ilçesi, Kargıcak Mahallesi, Ketirköy Mevkii, 272 Ada, 32 Parselde bulunan 58.180,50 m² yüzölçümlü arsa, pay devri kapsamında konsolidasyondan çıkarılmış ve bu kapsamda oluşan değer artış fonu kalemi de kalmamıştır. Emka Sağlık'ın turizm alanında faaliyet göstermesinin planlandığı için bünyeden çıkarıldığı Yönetim tarafından beyan edilmiştir.

Özkaynaklar büyük oranda karlılıkla büyüdü

%95,6'lık özkaynak karlılığı. Cari dönemde özkaynakların büyük oranda karlılıktan oluşması özkaynak verimliliği açısından önem arz etmektedir. Şirket, 2019-2022/06 dönemleri arasında her bir dönem kar açıklama başarısını göstermiştir. Böylece 2019 sonunda 55,4 mn TL olan özkaynaklar 2022/06'da 86,1 mn TL'ye yükselmiştir. Mevduat faizleri ve 10 yıllık devlet tahvilinin sırasıyla ortalamada %17 ve %12 seviyesinde olduğu dikkate alınırsa 2022/06'da üretilen %93,2'lik özkaynak karlılığı sermayenin verimli kullanıldığına işaret etmektedir. 2019 ve 2020'de özkaynaklarda yer alan değer artış fonunun 2021 ve cari dönemde özkaynaklardan çıkarılmasına ve ortak kontrole tabi işletme birleşmesinin özkaynaklara 20,8 mn TL negatif etkisine rağmen özkaynakların son 3 yılda kayda değer bir büyüme göstermesi dikkat çekmektedir. Yüksek karlılık ve ilgili 2 olayın etkisiyle özkaynak karlılığı önemli bir seviyeye ulaşmıştır.

İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Finansal Analiz

2020'de yurtdışı test kiti satışları Şirket'in satış büyümesinde etkili olmuştur

Test kiti satışları gelirdeki büyümeye ek olarak stok artışı ve ithalat/ihracat kaynaklı kur farklarını bilançoya sokmuştur

Şirket ürünlerinin sağlık sektöründe satın alma gücünden bağımsız kanser tedavisine yönelik hizmet vermesi Şirket'in reel büyümesini genel ekonomik konjonktürden ayrıştırmakta ve ortalamanın üzerinde tutmaktadır

Şubat ve Mayıs 2022 tarihli Cumhurbaşkanı Kararları ile 2021 ve 2022 ilk çeyrek kaynaklı fiyat farkları, 2022'de gelirleri destekleyecektir

Yıllara sari oluşan satışlardan iadelerin ise önemli bir kısmının test kiti kaynaklı olduğu Yönetim tarafından beyan edilmekle birlikte 2020 yılı dışındaki dönemlerde önemli bir iade oranı oluşmamıştır

Gelirlerde son 3 yılda %63,6 yıllık bileşik büyüme oranı. 2019 yılında 48 mn TL net satış geliri olan Şirket, 2020 yılında %111,9'luk büyüme ile 101 mn TL hasılata ulaşmıştır. 2020 yılında yurtiçinde ürettiği kemoterapi ilaç hazırlama setleri ile hazırlanan ilaç sayısında %9,3'lük reel büyüme gerçekleşmesi büyümenin ilk dinamiğini oluşturmuştur. Konsolidasyonda yer alan Santek Sağlık üzerinden 2020'de şehir hastanelerine toplu olarak kemoterapi uygulama seti satışı gerçekleştirilmiş; hastalara hizmet verilmeye başlamadan yıl başında önemli bir gelir sağlanmıştır. Bu durum ürün başına ("ürettiği kemoterapi ilaç hazırlama setleri ile hazırlanan ilaç sayısı") hizmet gelirinin 2020'de %41,1'lik artışını beraberinde getirmiştir. Diğer hastaneler hizmet aldıkça uygulama seti talep etmektedir. Ayrıca Yönetim beyanına göre 2020'de yenilenen hastaneler olmuş ve ihale döneminde düşük fiyattan anlaşılan hastanelere fiyat düzeltmesi gerçekleşmiştir. Sonuç olarak ürün başına fiyatlar 2020'de %41,1'lik artış sağlayarak yüksek gelir büyümesini desteklemiştir. 2020'deki yüksek büyümenin bir diğer sebebi ise yurtdışı ve yurtiçine satılan kemoterapi ilaç hazırlama cihaz geliri ve Covid-19 pandemisi nedeniyle Şirket bünyesinde üretilip satılan test kitleridir.

2022/06'da güçlü satış büyümesi. 2021 yılında ise yurtiçi ürettiği kemoterapi ilaç hazırlama setleri ile hazırlanan ilaç sayısı reel olarak %8,1 büyüyerek 568.139 adede ulaşmıştır. 2021'de yurtiçi merkez sayısı 4 hastane artarak 39 olarak kaydedilmiştir. 2020 ve 2021'de ülkede ekonomik olarak zorlu koşullar olmasına rağmen Şirket'in yurtiçi reel büyümesi genel ekonomik büyümenin 2020-2021 ortalamasının üzerinde gerçekleşmiştir. Güçlü reel büyümeye rağmen 2021 yılında ürün başına gelir önceki yıla göre %9,2 gerileyerek 118,2 TL olarak gerçekleşmiştir. Ürün başına gelirlerdeki gerilemenin en önemli sebebi 2020'de ürün başına gelirde yaşanan yüksek büyüme kaynaklı baz etkisidir. Miktarsal büyümeye rağmen düşen fiyat kaynaklı yurtiçi satışlardan elde edilen kemoterapi ilaç hazırlama gelirleri 2021'de önceki yıla paralel bir seyir izlemiştir. 2021 yılında gelirlerdeki büyümede yurtdışı ve Acıbadem hastanelerine satılan kemoterapi ilaç hazırlama cihaz satışları etkili olmuştur. 2020'de 4,2 mn TL olan cihaz satışları 2021'de 12,7 mn TL'ye yükselmiştir. Çoğunluğu yurtdışı olmak üzere test kiti satışları ise 2021 yılında iade sonrası 44,8 mn TL olarak gerçekleşmiş ve 2020 yılına göre %75'lik büyüme sağlanarak 2021 satış büyümesi desteklenmiştir. Sonuç olarak 2021 yılında iade sonrası net satışlar %26,3 artarak 128 mn TL olarak kaydedilmiştir. 2022/06 dönemi itibariyle ise yurtiçi ürettiği kemoterapi ilaç hazırlama setleri ile hazırlanan ilaç sayısı 320.978 hastaya ulaşılmıştır. Yurtiçi ortalama ürün başına gelir ise %55'lik büyüme ile 123,7 TL olarak kaydedilmiştir. Böylece cari dönemde yurtiçi hasta geliri %77'lik büyüme 19,5 mn TL olarak meydana gelmiştir. 2022/06'da test kiti satışları yurtiçi ağırlıklı gerçekleşmiş olup toplam test kiti satışları geçen senenin aynı dönemine göre %124,9 artarak 22,8 mn TL olarak muhasebeleşmiştir. Diğer gelirler ise 2022/06'da 2,8 mn TL ile %86,7'lik büyüme sağlamıştır. Nihai olarak 2022/06'da toplam gelirler iade sonrası 69,9 mn TL olarak gerçekleşmiş ve 2021/06'ya göre %79,9'luk büyüme elde edilmiştir. Geçmiş yıllarda Şirket gelirlerinde olmamasına karşın enflasyonist ortam nedeniyle 24 Şubat 2022 tarih ve 5203 sayılı Cumhurbaşkanı Kararı ile Temmuz-Aralık 2021 dönemi için %10-%12; 13 Mayıs 2022 tarih ve 5546 sayılı Cumhurbaşkanı Kararı ile 2022 Ocak-Şubat dönemi satışları için %40 fiyat farkı kesilmesi açıklanmış olup Şirket ilgili gelirleri 2022'de gelir olarak yazmaya başlamıştır.

Brüt kar marjı yıllara sari artmakta. 2019-2020-2021 yıllarında Şirket'in brüt kar marjı sırasıyla %29,7, %37,8 ve %69,0 olarak gerçekleşmiş ve yükseliş trendinin korunduğu gözlemlenmiştir. 2019 ve 2020 yıllarında yurtiçi ürün başına birim maliyetin 65 TL'de kaldığı görülmektedir. 2020 yılında birim maliyetin artmamasının en büyük değişkenleri olarak ilgili yılda özellikle kemoterapi tarafında ithal ikamesi yerine yerli üretime kısmen geçilmesi olarak açıklanmıştır. Ayrıca hastalara uygulanan doz sayısına göre birim maliyetler değişmektedir. Birden fazla doz uygulanan hastalarda birim maliyetler daha yüksek olarak gerçekleşirken tek dozlarda bu rakam gerileyebilmektedir. Yönetime göre bu 2 değişken kaynaklı birim maliyetler 2020'de önceki seneye paralel olarak geçekleşmiştir. Birim maliyetler uygulama seti, işçilik ve temiz oda harcamalarını içermektedir. Birim maliyetlerdeki paralel seyre karşın gelirlerdeki yükseliş 2020'de kar marjını yukarı çekmiştir. Ayrıca 2020'de malzeme ve işçi kullanımında verimlilik sağlanmasının da marjını olumlu etkilediği Yönetim tarafından beyan edilmiştir.

İNEO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Finansal Analiz

Yerli üretime geçilmesi kar marjını 2021'de artırdı

2021'de 3 kalıp devreye alınmış olup enjeksiyon makinalarının etkisiyle yurtdışından ithal edilen aparatlar yerli üretim ile yurtiçinde üretilmeye başlanmıştır

2021 Nisan'da daha büyük bir genel yönetim binasına taşınması maliyetleri artırdı

Genel yönetime aktarılan amortisman giderlerinde %86'lık büyüme yaşanması genel yönetim gider artışında etkili oldu

Geçmişte olmadığı halde cari dönemde yapılandırılan huzur hakları genel yönetimde personel maliyet artışlarında etkili oldu

Şirket nihai tüketiciye ürün satmadığı için ciddi bir pazarlama giderine maruz kalmamakta; kurumlarla ilişkileri sağlayan bölge sorumluları pazarlama departmanında ön plana çıkmaktadır

Cari dönemde brüt marjda önemli iyileşme. 2021 yılında brüt kar marjında çok daha keskin bir artış yaşanmıştır. Bu durumda en önemli etken kemoterapi ilaç hazırlama seti ürün başına birim maliyetin 2020'deki 65 TL seviyesinden 2021'de 32 TL'ye gerilemesidir. Yönetime göre kemoterapide ana ürünlerin ithal edilmesi yerine Şirket fabrikasında üretilmeye başlanması birim maliyetleri aşağı çekmiştir. Ek olarak 2020'de ortaya çıkan pandemide test kiti üretim maliyetleri oldukça yüksek iken 2021'de birçok üreticinin devreye girmesi ile test kiti üretim maliyetlerinde önemli bir gerileme yaşanmış ve bu durum test kiti satışlarında kar marjını artırmıştır. Ayrıca kar marjı yüksek kemoterapi cihaz satışlarının toplam gelirlerdeki payının 2021'de artması da 2021 yılındaki yüksek brüt kar marjında etkili olmuştur. Yönetime göre ilk çeyrekler ise ara dönem olması nedeniyle brüt kar ve brüt kar marjı için önemli bir gösterge değildir. Şirket 2021/06'da 21,7 mn TLmn TL brüt kar elde ederken 2021 sonunda 88,3 mn TL brüt kar üretmiştir. 2022/06'da ise brüt kar 2021/06'ya göre önemli bir iyileştirme göstermiştir. Genelde ilk çeyreklerde sevkiyatların başlaması ile hasta merkezlerine gönderilen ilaç hazırlama setlerinde gelir tahakkukları hemen oluşmamaktadır. Sevk edilen ilaçların hastanelerce onaylanması ve makinalara enjekte edilmesi gelir tahakkuklarını geciktirebilmektedir. 2022/06'da artan kur kaynaklı navlun ve ilk madde malzemelerin maliyetinde önemli bir yükseliş yaşanmıştır. Ayrıca yaşanan enflasyonist ortamda işçilere yapılan yüksek zamlar kar marjını aşağı yönlü baskılamıştır. Test kitlerinde stokların eritilmesi amacıyla kar marjından feragat edilmesine rağmen 2022/06'da elde edilen brüt kar ve brüt kar marjı 2021/06'nın üzerinde gerçekleşmiştir. Ek olarak Şubat 2022'de yasalaşan Cumhurbaşkanlığı Kararnamesi ile 2021 ikinci yarı dönem ve 2022 ilk çeyrek kaynaklı fiyat farkları Şirket'in brüt kar marjını enflasyona karşı koruyacak ve yıl sonuna doğru artıracaktır.

Faaliyet giderlerindeki artış dikkat çekiyor. 2020 yılında genel yönetim giderleri önceki seneye göre %64,8 oranında artarak 6,7 mn TL olarak gerçekleşmiştir. İlgili büyümede artan iş hacmine bağlı olarak yükselen personel sayısı ve maaş iyileşmeleri etkili olmuştur. Ayrıca Şirket 2021 Nisan'da yeni genel merkezine taşınmıştır. Söz konusu taşınma 2021 yılına sarksa da 2020 yılında kira ödemeleri başlamıştır. Bu durum 2020'de genel yönetim giderlerinde kira giderlerini artırmıştır. Artan elektrik fiyatları genel merkez enerji maliyetlerini yükseltirken ürünlerin yurtiçi ve yurtdışı satışında gerekli olan belgelendirme prosedürleri de genel yöneyim giderlerini artırmıştır. 2021 yılında ise genel yönetim giderleri %109,6 oranında artarak 13,9 mn TL olarak kaydedilmiştir. 2021 yılında özellikle test kiti kaynaklı personel sayısındaki artış ve ücret zamları personel, mutfak-yemek ve kıdem tazminatı giderlerini yükseltmiştir. Ayrıca yurtdışı gelirler için dış ticaret departmanı kurulmuştur. Pandeminin etkisinin azalması ile tam kapanma ve hafta sonu kapanmalarının ortadan kalkması 2021 yılında konaklama ve seyahat giderlerinde önemli bir artışı beraberinde getirmiştir. Kur ve enerji fiyatlarındaki yükseliş elektrik maliyetlerini artırırken FDA lisans başvurusu belgelendirme giderlerini önemli oranda yükseltmiştir. 2021 yılında çok daha büyük bir genel merkez binasına taşınılması genel merkez kaynaklı birçok gideri de 2021'de artırmıştır. Ayrıca İstanbul İl Sağlık ihalesi 2021 yılında alındığı için ihale kaynaklı damga vergisi, vergi resim harç giderlerini önceki göre yıla kayda değer oranda artırmıştır. 2022/06'da ise genel yönetim giderleri %62,5'lik artışla 9,5 mn TL olarak kaydedilmiştir. Genel olarak yükselen enflasyon genel yönetim giderlerindeki artışta etkili olmuştur. Cari dönemde personel maliyeti, elektrik giderleri, konaklama ve seyahat giderleri, sigorta giderleri ve vergi resim harç giderlerinde yükselişler yaşanmıştır. 2019-2020-2021 yıllarında sırasıyla pazarlama giderlerinin hasılata oranı %3,6, %1,7 ve %1,4 olarak gerçekleşmiş ve trend halinde gerilemiştir. 2019-2021 döneminde pazarlama giderleri 1,7-1,8 mn TL bandında hareket etmiştir. 2022/06'da ise pazarlama giderleri 4,2 mn TL ile hem 2021 sonu hem de 2021/06 verisi olan 0,7 mn TL'ye göre önemli bir büyüme sergilemiştir. Yönetim 2022/06'da pazarlama giderlerinde tek seferlik giderlerin etkili olduğunu ifade etmiştir. Yönetim'e göre 2021/06'da olmamasına rağmen cari dönemde gerçekleşen danışmanlık gideri halka arz nedeniyle oluşmuştur. Aynı şekilde 2021/06'da olmadığı halde 2022/06'da gerçekleşen test kiti satışlarında aracının olması gümrük giderlerinde önemli bir artışı beraberinde getirmiştir. Şirket aracı komisyonuna tabi olmadan da test kiti satışı yapabilmektedir. Son olarak nakliyeyi Şirket'in üstlendiği ihracatın 2022/06'da artması nedeniyle pazarlama giderlerindeki ihracat giderleri önceki senenin aynı dönemine göre önemli bir büyüme sergilemiştir. Şirket nakliye farkını da fiyata eklemektedir. Ayrıca pazarlamadaki personel sayısının artırılması ve yapılan zamlar personel maliyetlerini yükseltmiştir.

İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Finansal Analiz

Esas faaliyetlerden diğer gelirleri ticari alacaklardan doğan kur farkı geliri ve reeskont gelirlerinin domine ettiği görülmektedir

Artan kur ortamında döviz fazlası. Şirket 2019, 2020 ve 2021 yıllarında esas faaliyetlerden diğer gelir/giderlerde sırasıyla nette 0,7 mn TL, 2,5 mn TL 1,1 mn TL zarar yazmıştır. 2021'de 2020'ye göre esas faaliyetlerden diğer gelirlerde önemli bir artış yaşanırken bu durumda ticari alacaklardan kaynaklanan kur farkı geliri etkili olmuştur. 2021'de 2020 yılına göre test kiti kaynaklı döviz bazlı ticari alacak rakamı hafif gerilese de artan kur nedeniyle ticari alacaklardan kayda değer tutarda kur farkı geliri üretilmiştir. 2019 yılında ise döviz bazlı ticari alacak yılsonu itibariyle oluşmamıştır. 2020 yılına göre esas faaliyetlerden diğer gelirlerdeki artışta KOSGEB'ten sağlanan kredinin hibe edilen kısmı olan 760.370 TL de etkili olmuştur. 2019 ve 2020'de görece yatay seyreden esas faaliyetlerden diğer giderler 2021 yılında önemli bir yükseliş sergilemiş ve 13,5 mn TL olarak kaydedilmiştir. 2019-2021 döneminde yıllara sari döviz bazlı ticari borçlarda artışlar yaşanmıştır. Özellikle test kiti kaynaklı ithalat dövizli ticari borçları artırmıştır. İlgili dönemde artan kur da ticari borçlardan kur farkı gideri oluşturmuştur. Söz konusu hesap sadece ticari borçlardan oluşmayabilir. Teorik olarak döviz bazlı ticari alacağın oluştuğu dönem sonrası kurda bir gerileme olursa bu rakam da ticari borçlardan kur farkı gideri olarak kaydedilmektedir. Nihai olarak ise 2021 yılı sonu itibariyle Şirket'in ticari alacak ve borçlardan kaynaklanan kur farkında nette gelir yazdığı görülmektedir. Esas faaliyetlerden diğer giderlerin 2021 yılında ciddi oranda artmasında önceki yıllarda olmayan 2,2 mn TL'lik fiyat farkı giderleri de etkilidir. Fiyat farkı giderleri Moldova ve Ukrayna'daki 2 bağlı ortaklık kaynaklıdır. Moldova'ya 2021'de; Ukrayna'ya ise 2020'de gönderilen test kitleri için talebin düşmesi üzerine bağlı ortaklıklardan fiyat indirim isteği iletilmiştir. Şirket daha önce bu şirketlere fatura kestiği için ilgili iştirakler Şirket'e fiyat farkı faturaları oluşturmuştur. Önceki yıllarda kayda değer bir şekilde olmadığı halde 2021'de esas faaliyetlerde diğer gider olarak kaydedilen dava giderleri ise 902.548 TL olarak gerçekleşmiştir. Gerçekleşen iş kazası ve şüpheli alacağa konu müşteriler nedeniyle bağımsız denetim dava karşılığı ayırmıştır. Şirket, ilgili bölgelerde test kitinde satış ofisi oluşturması ve kemoterapi ilaç hazırlama hizmeti vermek amacıyla Oncosem UK (%100-İngiltere), Oncosem Grup SRL (%100-Moldova), Oncosem GmBH (%100-Almanya) ve Oncosem Ukrain (%20-Ukrayna) bağlı ortak ve iştiraklerini kurmakla birlikte söz konusu şirketlerin önemli bir faaliyette bulunmaması nedeniyle bağımsız denetim ilgili şirketleri konsolidasyondan çıkarmış ve karşılık giderini 2021'de 386.370 TL olarak esas faaliyetlerden diğer giderlerde göstermiştir. 2022/06 döneminde esas faaliyetlerden nette 1 mn TL; son 4 çeyrekte ise 1,2 mn TL gelir elde edilmiştir. 2022/06'da döviz bazlı ticari alacaklarda test kiti satışlarında vadenin düşmesi ile gerileme yaşanmasına rağmen ilgili dönemde esas faaliyetlerden diğer gelirlerde kurda yaşanan sıçrama nedeniyle 3,7 mn TL ticari alacaklardan kur farkı geliri yazılmıştır. 2022/06'da esas faaliyetlerden 4,6 mn TL gelir yazılırken 3,6 mn TL diğer gider kaydedilmiştir. Şirket 2019 ve 2020'de yatırım faaliyetlerinden kayda değer bir gelir oluşturmazken 2021'de Emka Sağlık hisse satışından 0,5 mn TL kar elde etmiştir. Ayrıca konsolide edilen Santek Sağlık'ta yer alan bazı makine ve ekipmanların satışından 10,7 mn TL kar elde edilmiştir. Grup ilk dönemlerde kullandığı ve işlevselliğini kaybeden; daha verimli olmaları için revizyon ihtiyacı olan bazı cihaz ve makinaları bir otomasyon firmasına satmıştır. Böylece 2021'de 11,2 mn TL yatırım faaliyetlerden kar elde edilmiştir. 2022/06'da ise yatırım faaliyetlerinden herhangi bir kar üretilmemiştir. Şirket, 2020'de nakit ve benzerlerinden kaynaklanan 1,4 mn TL kur farkı gelirini finansman geliri olarak kaydederken 2021'de dövizde tutulan mevduatın azalarak TL mevduata dönülmesi sebebiyle kur farkı geliri 0,8 mn TL'ye gerilemiştir. 2022/06'da dövizde tutulan mevduat 2021 sonuna göre azalmasına rağmen dolardaki yükselişle finansman gelirinde yazılan kur farkı geliri 0,7 mn TL olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in 2019-2021 döneminde yıllara sari finansal borçlarının azalmasının etkisiyle finansman giderleri her geçen yıl azalmış ve 2021'de 3,1 mn TL olarak kaydedilmiştir

2021 sonunda 10,7 mn TL olan döviz fazlası 2022/06'da 7,3 mn TL'ye gerilemiştir

2022/06 itibariyle son 4 çeyrek EBITDA ve net kar sırasıyla 91,2 mn TL ve 80,3 mn TL olarak kaydedilmiştir

91,2 mn TL yıllıklandırılmış EBITDA. Sonuç olarak Şirket'in 2019 yılında 11,9 m TL olan EBITDA kalemi 2020 yılında %200,4 oranında artarak 35,6 mn TL olarak kaydedilmiştir. EBITDA 2021 yılında ise %126,4 oranında büyüyerek 80,6 mn TL olarak meydana gelmiştir. 2022/06'da ise 13,7 mn TL EBITDA üretilerek önceki senenin aynı dönemine göre önemli bir büyüme gerçekleşmiştir. 2022/06'da son 4 çeyrek yıllıklandırılmış EBITDA ise 91,2 mn TL olarak üretilmiştir. Net dönem karı 2019 yılında 1,9 mn TL olarak kaydedilirken 2020 sonunda 18,8 mn TL olarak gerçekleşmiştir. 2021'de ise net dönem karında %282 oranında büyüme ile 71,7 mn TL seviyesine ulaşılmıştır. 2022/06'da 4 çeyrek yıllıklandırılmış net kar 80,3 mn TL olarak kaydedilmiştir.

İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

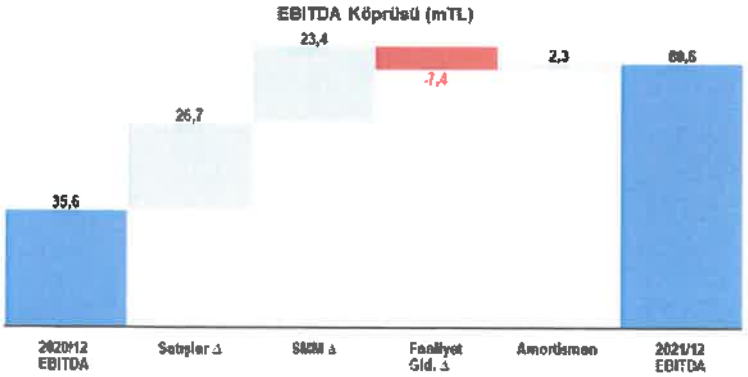
Gelir Tablosu

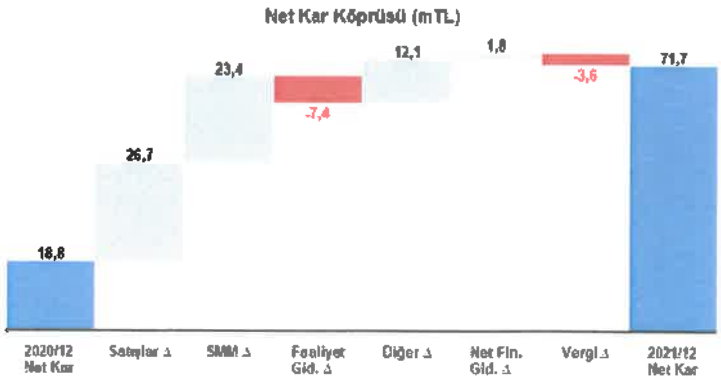
31 Aralık, TL Oncosem	2019 Gerçekleşmiş BDR	2020 Gerçekleşmiş BDR	2021 Gerçekleşmiş BDR	2021/06 Gerçekleşmiş BDR	2022/06 Gerçekleşmiş BDR	Son 4Ç Gerçekleşmiş BDR	2019-2021 YBBO (%)
Net Satışlar	**47.805.239**	**101.300.904**	**127.988.678**	**38.849.652**	**69.898.896**	**159.037.922**	*63,6%*
Değişim		*111,9%*	*26,3%*		*79,9%*		
Satışların Maliyeti	(33.622.947)	(63.022.006)	(39.645.318)	(33.276.810)	(48.171.055)	(54.539.563)	*8,6%*
Brüt Kar	**14.182.292**	**38.278.898**	**88.343.360**	**5.572.842**	**21.727.841**	**104.498.359**	*149,6%*
Brüt Marj	*29,7%*	*37,8%*	*69,0%*	*14,3%*	*31,1%*	*65,7%*	
Genel Yönetim Gid.	(4.035.174)	(6.650.882)	(13.940.960)	(5.849.729)	(9.508.225)	(17.599.456)	*85,9%*
Değişim		*64,8%*	*109,6%*		*62,5%*		
Satış-Pazarlama Gid.	(1.734.984)	(1.677.546)	(1.786.258)	(730.965)	(4.189.199)	(5.244.492)	*1,5%*
Değişim		*-3,3%*	*6,5%*		*473,1%*		
AR-GE	(36.605)						
Esas Faal. Diğ. Gel, Net	(753.337)	(2.469.388)	(1.058.354)	(1.247.221)	986.690	1.175.557	
Değişim		*227,8%*	*-57,1%*		*-179,1%*		
EBITDA	**11.850.538**	**35.600.300**	**80.611.928**	**3.141.175**	**13.779.123**	**91.249.876**	*160,8%*
Değişim		*200,4%*	*126,4%*		*338,7%*		
EBITDA Marji	*24,8%*	*35,1%*	*63,0%*	*8,1%*	*19,7%*	*57,4%*	
Amortisman	(3.438.404)	(5.649.830)	(7.995.786)	(4.149.027)	(5.748.706)	(9.595.465)	*52,5%*
EBIT	**7.622.192**	**27.481.082**	**71.557.788**	(2.255.073)	**9.017.107**	**82.829.968**	*206,4%*
Değişim		*260,5%*	*160,4%*		*-499,9%*		
EBIT Marji	*15,9%*	*27,1%*	*55,9%*	*-5,8%*	*12,9%*	*52,1%*	
Yat. Faal. Gel.	16.409	520.023	11.189.779	1.687.281	-	9.502.498	
Fin. Gid., Net	(5.035.563)	(4.114.855)	(2.333.429)	(1.358.438)	(517.631)	(1.492.622)	*-31,9%*
Vergi Öncesi Kar	2.603.038	23.886.250	80.414.138	(1.926.230)	8.499.476	90.839.844	
Vergi	(504.895)	(5.455.597)	(8.800.990)	(186.637)	(2.405.108)	(11.019.461)	
Ertelenmiş vergi gelir/gid.	(166.932)	335.062	119.779	1.161.926	1.535.732	493.585	
Net Kar	**1.931.211**	**18.765.715**	**71.732.927**	(950.941)	**7.630.100**	**80.313.968**	*509,5%*
Değişim		*871,7%*	*282,3%*		*-902,4%*		
Net Marj	*4,0%*	*18,5%*	*56,0%*	*-2,4%*	*10,9%*	*50,5%*	

Net Satış Kırılımı (TL)

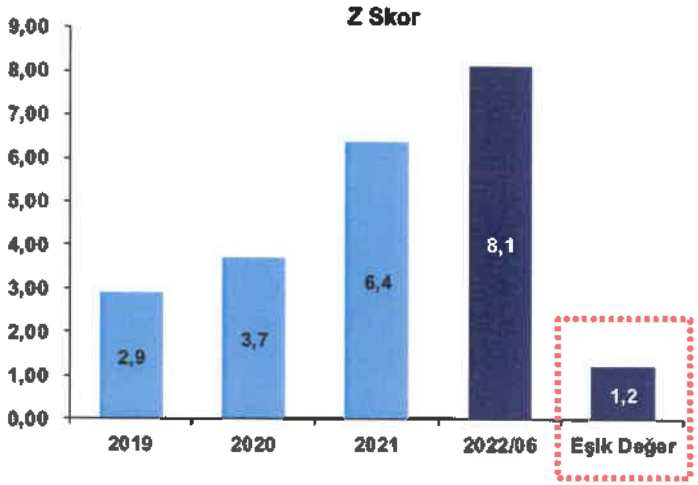
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2021	30.06.2022	Son 4 Çeyrek	YBBO
Kemoterapi İlaç Hazırlama Setleri	44.788.732	68.494.054	67.171.475	27.165.397	44.301.073	84.307.151	*28,8%*
Cihaz	1.980.199	4.166.490	12.684.368	-	-	12.684.368	*110,2%*
Test Kiti	-	27.724.043	45.059.986	10.126.371	22.772.079	57.705.694	*a.d.*
Diğer*	1.407.635	3.073.590	3.363.731	1.607.274	2.857.504	4.613.961	*69,5%*
Brüt Satışlar	**48.176.566**	**103.458.177**	**128.279.560**	**38.899.042**	**69.930.656**	**159.311.174**	***61,3%***
Satıştan İadeler	(371.327)	(2.157.273)	(290.882)	(49.390)	(31.760)	(273.252)	*(11,5%)*
Net Satış	**47.805.239**	**101.300.904**	**127.988.678**	**38.849.652**	**69.898.896**	**159.037.922**	***61,7%***
Değişim		*111,9%*	*26,3%*		*79,9%*		

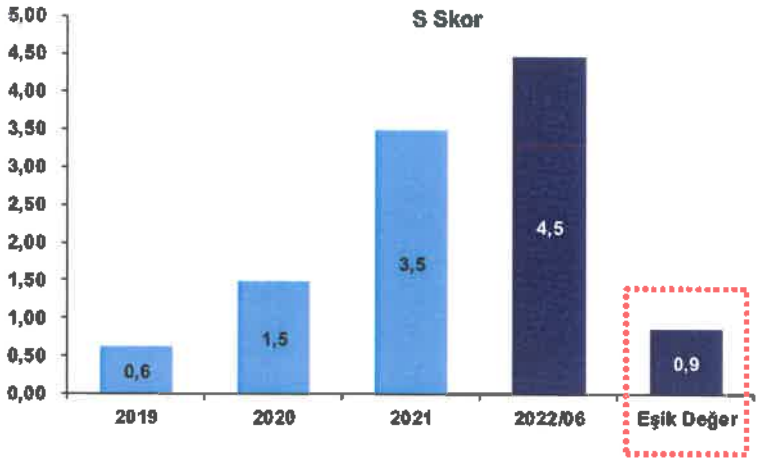
Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu
** Diğer gelirler, sigorta ve teşvik primlerinden oluşmaktadır.*

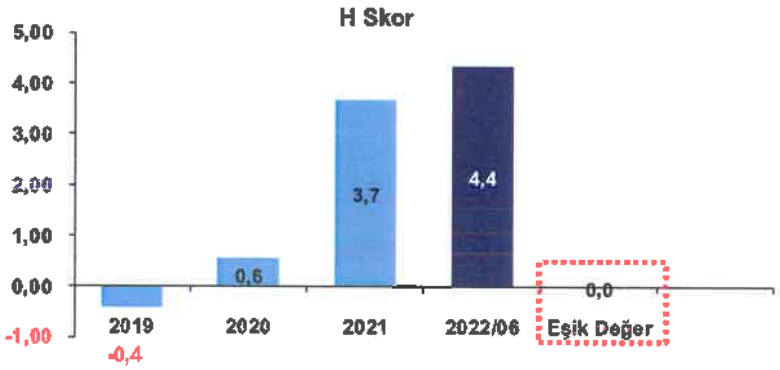




İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.S.







Temel finansal güçlülük testleri olan Z, H ve S skorda önemli başarı

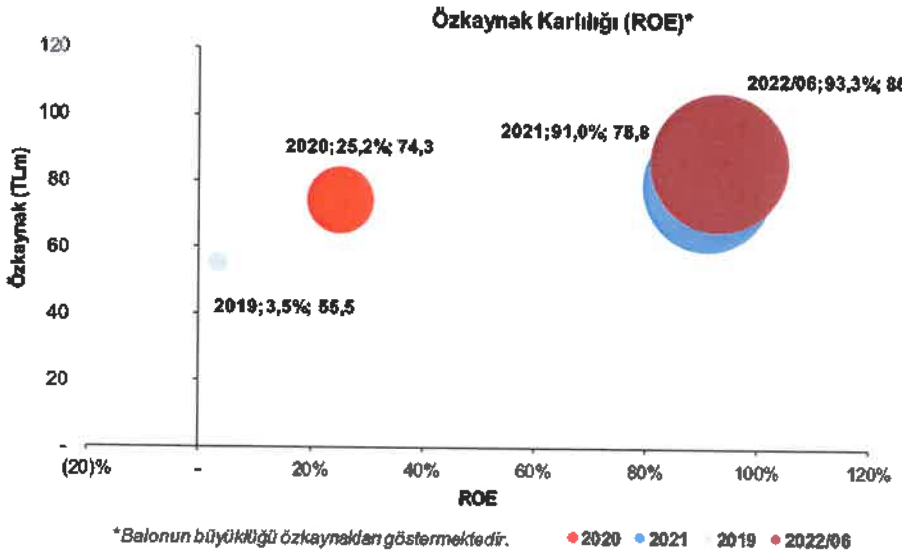
Not: H skor 0 seviyesini, Z skor 1,23 seviyesini ve S skor 0,9 seviyesini aşınca güçlü finansal başarı işareti verir.

Z Skor: 0,717((Dönen Varlıklar-Kısa Vad. Yük)/Aktifler) + 0,847*(Kar Yedekleri+Geçmiş Yıl Karları)/Aktifler + 3,107*(EBIT/Aktifler) + 0,42*(Piyasa Değeri/Toplam Borçlar + 0,998*(Net Satışlar/Aktifler)*

S Skor: 1,03((Dönen Varlıklar-Kısa Vad. Yük)/Aktifler) + 3,07*(EBIT/Aktifler) + 0,66*(EBIT/Kısa Vad. Yük) + 0,4*(Net Satışlar/Aktifler)*

H Skor: 5,528(Kar Yedekleri+Geçmiş Yıl Kar./Aktifler) + 0,212*(Net Satışlar/Aktifler) + 0,073*(Vergi Öncesi Kar/Özkaynak) + 1,27*(Nakit ve Benzerleri/Toplam Borç) - 0,12*(Toplam Borç/Aktifler) + 2,335*(Kıs. Vad. Yük/Aktifler) + 0,575*Log(Mad. Duran+Maddi Olmayan Duran Var.) + 1,083*((Dönen Varlıklar-Kıs. Vad. Yük)/Toplam Borç) + 0,849*Log(EBIT/Finansman Gid.) – 6,075*

İNEO
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Boğaziçi Kurumlar V.D.
Mersis No.



*Balonun büyüklüğü özkaynakları göstermektedir.

Likidite Rasyoları	2022/06	2021	2020	2019	Referans
Cari Oran	2,29	1,94	1,16	0,99	1,0-1,5
Likidite Oranı	1,16	1,04	0,97	0,83	0,8-1,0
Borçluluk Oranları	**2022/06**	**2021**	**2020**	**2019**	**Referans**
Toplam Borçlar/Toplam Aktifler	31,6%	39,2%	42,5%	43,6%	<%40
Kısa Vad. Fin. Borç/Özkaynak	8,1%	12,3%	20,6%	24,1%	<100%
Faiz Karşılama Oranı	61,1	34,5	8,7	2,4	>3
Net Borç/EBITDA	0,1	0,1	0,7	1,8	<4
Kısa Vad. Yab. Borç/Pasif	27,7%	34,0%	27,2%	24,0%	Sektör
Uzun.Vad.Yab.Borç/Pasif	3,9%	5,2%	15,2%	19,6%	Sektör
Özkaynak/Pasif	68,4%	60,8%	56,2%	54,7%	Sektör
Toplam Borçlar/Özkaynaklar	46,2%	64,4%	75,6%	79,7%	Sektör
Finansal Borçlar/Toplam Borçlar	25,9%	28,2%	51,0%	58,4%	Sektör
Karlılık Oranları (Yıllıklandırılmış)	**2022/06**	**2021**	**2020**	**2019**	**Referans**
Brüt Marj	65,7%	69,0%	37,8%	29,7%	Sektör
EBIT Marjı	52,1%	55,9%	27,1%	15,9%	Sektör
EBITDA Marjı	57,4%	63,0%	35,1%	24,8%	Sektör
Net Kar Marjı	50,5%	56,0%	18,5%	4,0%	Sektör
ROE	93,3%	91,0%	25,3%	3,5%	Getirisi
ROA	65,8%	55,2%	20,8%	7,5%	Sektör
Yatırım Rasyoları	**2022/06**	**2021**	**2020**	**2019**	**Referans**
Yatırım/Amortisman	131,7%	158,1%	235,7%	379,5%	>%100
Yatırım/Net Satış	7,9%	9,9%	13,1%	27,3%	Sektör
EVA-TL	42.435.084	35.918.007	-2.738.241	-15.008.020	>0
ROIC	75,2%	76,1%	15,9%	4,9%	>AOSM
CRR	53,3%	55,1%	94,8%	174,1%	<%100

Güçlü Finansal Rasyolar

- ROE piyasa faizinin üzerinde verimli sermaye kullanımına işaret ederken düşük yatırım ihtiyacı ve yükselen kar marjı dikkat çekiyor
- Faiz Karşılama Oranı ve Net Borç/EBITDA kritik eşiğin oldukça altında düşük borçluluğa işaret etmekte
- AOSM'nin üzerinde olan ROIC firmanın ekonomik katma değer ürettiğini göstermekte

Değerleme

Değerleme Yöntemleri

Şirketin pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerleme yöntemleri kullanılmıştır.

Gelir ve Pazar yaklaşımı değerleme yöntemi olarak uygulanmıştır

Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi

Statik olmayan iş modelleri için İNA daha uygundur

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmesi temeline dayanan bir değerleme yöntemidir. İNA yöntemi birçok varsayıma dayanarak şirketlerin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirket özelindeki riskleri de belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin varsayımlara duyarlı olması bir dezavantaj gibi gözükse de statik olmayan iş modelleri için daha uygundur.

Değerleme standartlarının izin verdiği ölçüde nakit akımlarının dönem ortasında oluşacağı varsayılırken uç değer büyüme oranı nominal ekonomik büyüme oranının altında tutulmuş ve %5 olarak alınmıştır. Uç değer büyüme oranına karşılık gelen EV/EBITDA çıkış çarpanı ise 3,6x ile muhafazakar bir seviyeye işaret etmekte

Piyasa Çarpanları Analizi. Piyasa çarpanları analizi, borsalarda işlem gören benzer şirketlerin işlem gördükleri güncel fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolardaki belirli verilerin oranlarını karşılaştırmaya dayanan bir değerleme yöntemidir. Kolay uygulanması ve görece nesnel bir yöntem olması nedeniyle değerlemede en sık kullanılan yöntemlerdendir. Değerlemeye konu şirkete benzer şirketlerin her zaman bulunamaması ve bu şirketlerin yalnızca belirli bir dönemdeki finansal verilerin karşılaştırmaya baz teşkil etmesi dezavantajlarındandır. Ayrıca güncel piyasa fiyatlamalarına çok duyarlı olduğundan farklı dönemlerde değişen piyasa risk iştahına bağlı olarak değerlemeler oynaklık gösterir. Şirketlerin gelecek beklentilerinin tam olarak piyasa çarpanları ile yakalanması kolay değildir. Ayrıca dinamik iş modellerinin statik bir çarpana indirgenmesi riskleri bünyesinde barındırır.

EV/EBITDA & F/K çarpanları kullanılmıştır

Öne çıkan çarpanlar. Bu değerleme yönteminde Şirket'in sektöründe sıkça kullanılan aşağıda belirtilen çarpanlar kullanılmış ve son 12 aylık gerçekleşen (30.06.2021-30.06.2022) net dönem karı ve EBITDA tutarları ve 2022 tahmini EBITDA tutarı esas alınarak şirket piyasa değeri hesaplanmıştır.

2022 yılı için kurumlar vergisi %23 alınırken sonraki yıllarda vergi oranı %20 olarak belirlenmiştir.

Firma Değeri/EBITDA (EV/EBITDA)

Piyasa Değeri/Net Kar (F/K)

Genel Varsayımlar. Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler, makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır. Bununla birlikte genel varsayımlar aşağıdaki gibi sıralanmıştır;

Nakit akışları 2022/06 dönemine indirgenirken 2022 yılı sonu nakit akışından yılın ilk çeyreğindeki operasyonel nakit akışı çıkarılmıştır

-Şirketin faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyecek izahnamede yer alan risklerin Şirket'in geçmişinde tekrarlanan türde olmaması nedeniyle projeksiyon döneminde de Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği,

-Şirket yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişikliğin olmayacağı.

Yönetim tarafından belirlenen projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir

İNA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörüleri ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir.

İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.S.

Değerleme Metodolojileri

İNA

Şirket'in kaldıracı belirlenirken iterasyon yaklaşımı, benzer şirketlerin ortalama kaldıracı ve yönetim beklentileri dikkate alınmıştır. Risksiz getiri %20,3 olarak alınırken %5,5 sermaye piyasası risk primi varsayımları ile %25,2 AOSM belirlenmiştir

Alfa FVFM gereği sıfır alınmıştır. 10 yıllık devlet tahvilinin 1 yıllık ortalaması ve rapor tarihi itibariyle kapanış verisi dikkate alınarak gelecek 10 yıl için faiz oranı %20,3 olarak tahmin edilirken, en iyi uygulamalarda piyasa algısını en doğru biçimde yansıttığını gördüğümüz %5,5 sermaye piyasası risk primi varsayımları ile projeksiyon döneminde ortalamada %25,2 AOSM belirlenmiştir. Cari durumda 10 yıllık devlet tahvilinin kapanışı %11,9 seviyesinde olup AOSM'de kullanılan risksiz getiri muhafazakar bir seviyededir. Şirket'in borsada işlem görmeye başlayacak olması nedeniyle FVFM varsayımlarına göre özsermaye maliyetine şirkete özgü riskin göstergesi olan alfa eklenmemiştir. Şirket paylarının borsalarda işlem görmemesi ve alıcının blok tutarda pay alacak olması firmaya özgü riskin oluşmasını beraberinde getirmektedir. Şirket'in kaldıracı belirlenirken iterasyon yaklaşımı, benzer yurtiçi şirketlerin ortalama kaldıracı, 2022/06 mali verileri ve yönetimin kredi-özkaynak beklentisi dikkate alınmıştır. Şirket'in finansal borcunun düşük kalması nedeniyle sağlık sektörü şirketlerinden hesaplanan kaldıraçsız beta modellenmiş ve Hamada ile hesaplanan beta 0,45x olarak tespit edilmesine rağmen muhafazakar tarafta durmak adına beta 1x olarak alınmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması ("AOSM")		
TL		
Veriler		
Risksiz Faiz Oranı	20,3%	10 Yıllık TL Devlet Tahvilinin 1 Yıllık Ortalaması Dikkate Alınmıştır
Şirkete Özgü Risk Getirisi (Alfa)	0,0%	FVFM (CAPM) varsayımlarına göre sıfır alınmıştır.
İşlem Görmemiş Aktif Beta	0,45	Hamada denklemine göre yurtiçi benzerleren hesaplanmıştır
Borç/Özkaynak	12,0%	2022/06 mali verileri ve yurtiçi benzerlerin ortalama verisi dikkate alınmıştır.
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	10,7%	2022/06 mali verileri ve yurtiçi benzerlerin ortalama verisi dikkate alınmıştır.
Beklenen Kurumlar Vergisi Oranı	20,4%	Projeksiyon dönemi ortalama vergi oranı kullanılmıştır.
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	Günümüz yatırım iklimini yansıtan %5,5 özsermaye piyasa risk primi kullanılmıştır.
İşlem Görmüş Aktif Beta		
İşlem Görmüş Aktif Beta	**1,00**	Hamada denklemine göre yurtiçi benzerleren hesaplanmıştır
Özsermaye Fiyatlandırma Modeli		
Risksiz Faiz Oranı	20,3%	10 Yıllık TL Devlet Tahvilinin 1 Yıllık Ortalaması Dikkate Alınmıştır
Şirkete Özgü Risk Getirisi (Alfa)	0,0%	FVFM (CAPM) varsayımlarına göre sıfır alınmıştır.
İşlem Görmüş Aktif Beta	1,00	Hamada denklemine göre yurtiçi benzerleren hesaplanmıştır
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	Günümüz yatırım iklimini yansıtan %5,5 özsermaye piyasa risk primi kullanılmıştır.
Özsermaye Maliyeti	**25,8%**	**Riskten arındırılmış oran+(özsermaye piyasa risk primi*işlem görmüş aktif beta)+Şirkete özgü risk getirisi**
AOSM		
Özsermaye Maliyeti	25,8%	Yukarıda hesaplanmış olan Özsermaye Maliyeti
Borç Maliyeti	25,3%	Şirket'e verilen uzun vadeli borçlanma maliyet oranı
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	10,7%	2022/06 mali verileri ve yurtiçi benzerlerin ortalama verisi dikkate alınmıştır.
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	89,3%	1- toplam finansmandaki borç oranı
Kurumlar Vergisi Oranı	20,4%	Projeksiyon dönemi ortalama vergi oranı kullanılmıştır.
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	**25,2%**	**(% Özsermaye Oranı x Özsermaye Maliyeti) + (% Borç Oranı x (1 - Kurumlar Vergisi) x Borç Maliyeti)**

Net Borç

0,1x Net Borç/EBITDA. 2020 yılında düşük maliyetli KGF kredileri finansal borçlulukta artışı beraberinde getirmiştir. Ayrıca Şirket'in test kiti ve yerli aparat üretimine geçmesi de ilgili dönemde borçluluk artışını beraberinde getirmiştir. 2021 ve 2022/06'da ise üretilen karlılığa ek olarak yeni kredi kullanılmaması net borcun 2020'de 23,9 mn TL olan seviyesinden cari dönemde 9,3 mn TL'ye gerilemesine sebep olmuştur. Şirket özkaynak ile finansman kültürüne sahip olması, yükselen faizler ve her dönem yükselen karlılık nedeniyle banka kredisini önemli tutarda kullanmamaktadır. Gelecek dönem yatırımlar için halka arzın ön plana çıkması da benzer gerekçelerden kaynaklanmaktadır. Bu nedenle gelecek dönemde yurtdışı açılımı, yurtiçinde yeni merkezlerin portföye dahil edilmesi ve işletme sermayesi için halka arz ön plana çıkmaktadır. Şirket oldukça düşük finansal borca sahip olmakla birlikte borçların tamamı TL bazlıdır. Finansal borçların büyük oranda kısa vadeye yayıldığı dikkat çekmektedir. Şirket'in temel kaldıraç rasyolarından biri olan Net Borç/EBITDA oranı 2022/06 itibariyle 0,1x seviyesindedir. Şirket, yükselen döviz ortamında cari dönemde 7,3 mn TL döviz fazlasına sahiptir. Bu durum karlılığı pozitif etkilemektedir.

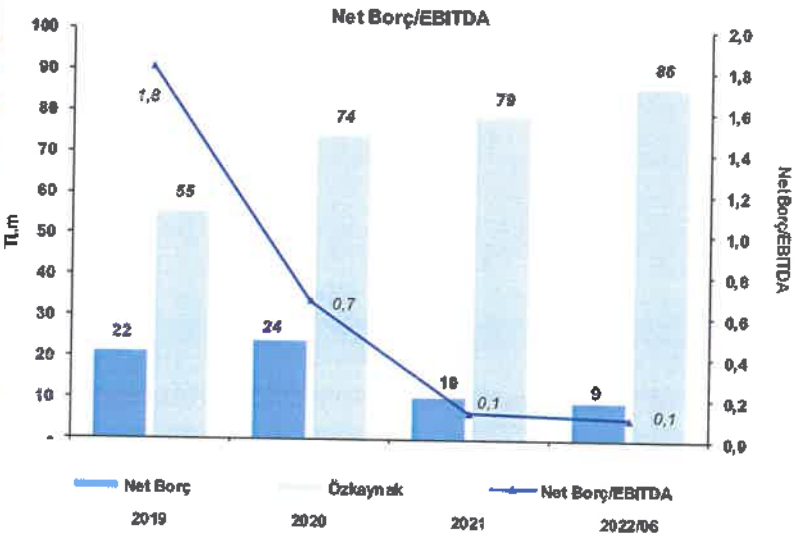
9,3 mn TL Net Borç pozisyonu

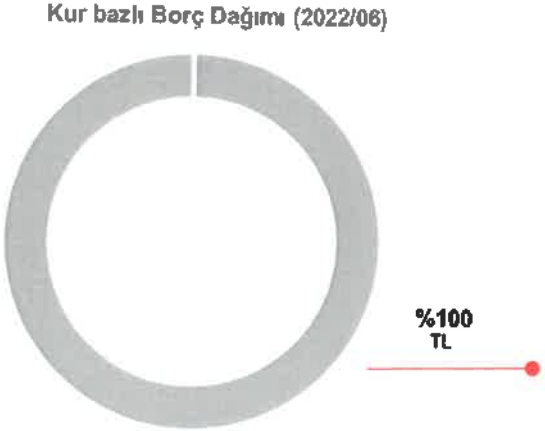
Finansal borçların tamamı TL bazlı olup borçların önemli bir kısmı kısa vadelidir

Net Borç & Özkaynak & Finansal Kaldıraç

TLm	2019	2020	2021	2022/06
Nakit ve Nakit Benzerleri	6,9	8,4	5,8	3,2
Finansal Yatırım	-	-	-	0,4
Diğer Alacaklar*	0,1	0,4	0,1	0,9
Kısa Vad. Fin. Borç.	1,4	1,1	0,9	-
Uz. Vad. Borç. Kısa Vad. Kıs.	11,7	13,4	7,6	5,8
Kiralama İşlemlerinden Borç.	1,4	3,7	3,3	2,7
Diğer Borçlar	2,7	4,1	1,8	3,5
Uzun Vad. Borç.	11,4	10,5	2,6	1,8
Net Borç	**21,5**	**23,9**	**10,3**	**9,3**
Özkaynak	55,5	74,3	78,8	86,1
Net Borç/Özkaynak	**38,8%**	**32,2%**	**13,0%**	**10,8%**
Net Borç/EBITDA	**1,8**	**0,7**	**0,1**	**0,1**
EBITDA**	11,9	35,6	80,6	91,2

*Diğer alacak, kiralama işlemlerinden borçlar ve diğer borçlar uzun + kısa borçları kapsar





İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

İşletme Sermayesi

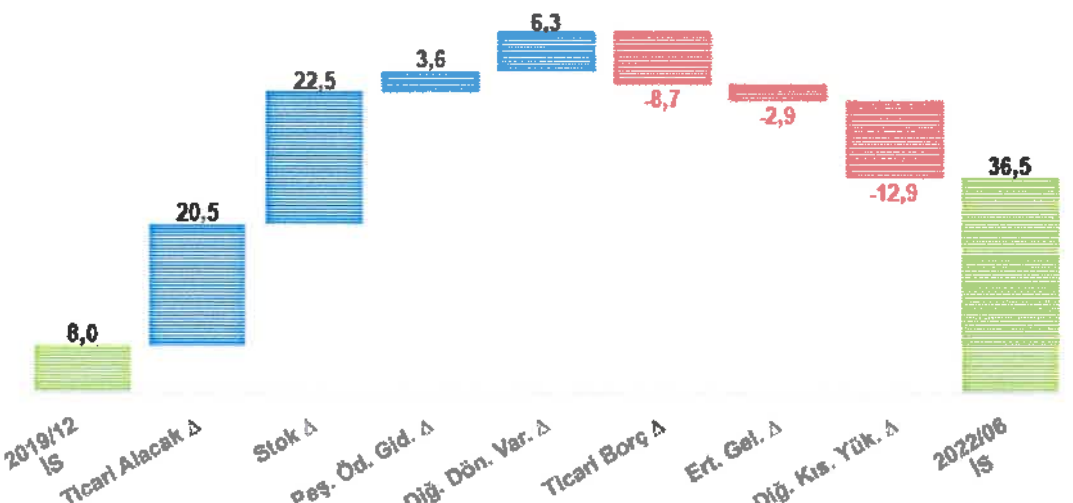
2021'de enflasyonist etkilerle %24,9 olan işletme sermayesi/satış oranı son 3 yılda ortalama %17,9 olarak kaydedilmiştir. Projeksiyonda ise 2021 seviyesine yakın seyredeceği varsayılmıştır

Borsada Şirket'e en çok benzeyen Meditera'nın 2022/06 itibariyle İşletme Sermayesi/Satış rasyosu %25,6 olarak gerçekleşmiştir

Pandemide işletme sermayesi açığı yükseldi. Şirket'in 2019-2020 döneminde düşük işletme sermayesi bulunurken 2021 yılında önemli bir artış yaşanmıştır. 2021 yılında artan test kiti satışları stok artışını beraberinde getirirken pandemide hammaddeye erişimin zorlaşması ve yükselen enflasyon dikkate alınarak firma kısmi stok artışına gitmiştir. Ayrıca döviz bazlı ticari alacaklarda kur farkı nedeniyle yükselişler yaşanmış; bu 2 önemli etki ile işletme sermayesi 2021'de yükselmiştir. Birçok şirket enflasyonist ortamda yüksek işletme sermayesine maruz kalmaktadır. 2019 ve 2020'de 50 ve 32 gün olan nakit döngü süresi 2021'de ilgili etkiler nedeniyle 108 güne yükselmiştir. 2022 gün süresi belirlenirken 2019-2022/06 dönemlerinin ortalaması alınmıştır. Test kiti satışlarının 2022'de sonlanması ile alacak gün süresinde hafif artış beklenmektedir. Zira test kiti özellikle 2021'de düşük vade ile satılmıştır. Hem 2021-2022'de yüksek stoklamaya sebep olan enflasyonda beklenen ivme kaybı hem de test kiti satışlarının portföyden çıkarılması ile stok gün süresinde projeksiyonda hafif gerileme beklenmektedir. Bununla birlikte geçmiş ortalamanın üzerinde stok gün süresi projeksiyonda korunmuştur. Diğer tüm gün süreleri geçmiş ortalamalar ile benzer alınmıştır. İşletme sermayesi/net satış rasyosu 2019, 2020 ve 2021 yıllarında sırasıyla %16,6, %12,1 ve %24,9 olmasına rağmen projeksiyon döneminde yüksek büyümeyi destekleyebilmek ve muhafazakar tarafta kalmak adına söz konusu rasyonun %23,3-%23,6 bandında dalgalanacağı modellenmiştir.

İşletme Sermayesi (mTL)	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Ticari Alacaklar, Ort.	13,3	17,5	27,8	32,4	35,9	45,8	52,4	58,7		
Stoklar, Ort.	2,8	4,0	19,1	25,3	23,2	28,2	32,3	36,0		
Peşin Ödenmiş Gid., Ort.	1,1	1,4	4,1	4,7	4,4	5,5	6,3	7,1		
Diğ.. Dön. Var., Ort.	0,1	2,4	5,4	6,1	6,7	8,4	9,7	10,8		
Ticari Borç, Ort.	5,8	6,3	9,0	14,4	13,6	16,9	19,4	21,6		
Ertelenmiş Gel., Ort.	2.0	2,0	4,1	4,7	5,1	6,4	7,4	8,2		
Diğer Kıs. Vad. Yük., Ort.	1,6	4,7	11,4	14,5	13,7	17,0	19,5	21,7		
Net Satışlar	48	101	128	148	162	205	234	262	288	310
SMM	34	63	40	80	75	93	107	119		
Ticari Alacak Gün	101	63	79	80	81	82	82	82		
Stok Gün	30	23	176	116	113	110	110	110		
Peşin Öd. Gid. Gün	12	8	38	22	22	22	22	22		
Diğ. Dön. Var. Gün	1	9	15	15	15	15	15	15		
Ticari Borç Gün	63	36	83	66	66	66	66	66		
Ert. Gel. Gün	15	7	12	11	11	11	11	11		
Diğ. Kıs. Vad. Yük. Gün	18	27	105	66	66	66	66	66		
Nakit Döngüsü	50	32	108	88	86	84	84	84		
İşletme Sermayesi	8,0	12,3	31,9	35,0	38,0	47,6	54,5	61,0	67,1	72,1
Değişim		*4,3*	*19,6*	*3,1*	*3,0*	*9,6*	*6,9*	*6,5*	*6,1*	*5,0*
İşletme Sermayesi/Satış	*16,6%*	*12,1%*	*24,9%*	*23,6%*	*23,4%*	*23,3%*	*23,3%*	*23,3%*	*23,3%*	*23,3%*

İŞLETME SERMAYESİ KÖPRÜSÜ (MTL)



Nakit Akışı

İNA modeli ile tespit edilen 318 mn TL değer İNA Test Modülleri ile test edilmiştir

Büyümeyi destekleyebilmek adına sabit kıymet yatırımları, genel yönetim ve pazarlama giderlerinde hızlı büyüme ve artan işletme sermayesi modelin kendi içinde tutarlılığı adına dikkate alınmıştır.

İNA yaklaşımı ile iskonto öncesi pay başı 15,49 TL değer. 2022-2030 arası dönemde Şirket yönetiminin beklediği nakit akış modeli aşağıda gösterilmektedir. Şirket test kiti satışlarının etkisiyle 2021'de EBITDA kaleminde önemli bir büyüme elde ederken 2022'de pandemik etkinin azalması ile EBITDA'da normalizasyon beklemektedir. Bununla birlikte 2023 ve 2024'te gerçekleşecek yatırım ile yurtiçi ünite sayısında önemli bir gelişim öngörülmektedir. Yönetim gelecek yıllarda önemli bir büyüme beklerken, net satış büyümesinin enflasyona yaklaşarak büyümenin ve işletme sermayesi yatırımının normalize olduğu sene olan 2028 yılına kadar nakit akışı tahmin edilmiştir. Kemoterapi sarf malzemelerinin bünyede üretilmesi ve yüksek kar marjı ile satılan test kiti satışları ile 2021'de %63 olarak gerçekleşen EBITDA marjının projeksiyonda %34-40 bandında dengelenmesi Yönetim tarafından öngörülmektedir. Büyümeyi destekleyebilmek adına geçmişte ortalamada %17,9 olan işletme sermayesi/satış rasyosunun projeksiyonda %23,6'ya kadar yükseldiği ve gelir büyümesinin normalize olduğu dönem normalize yıl seçiminde dikkate alınmıştır. Normalize yıl sonrası ise %5 uç değer (devam eden değer) büyümesi uygulanırken, uç değere karşılık gelen EV/EBITDA çıkış çarpanı seviyesi 3,6x olarak hesaplanmıştır. Buna göre İNA'da elde edilen değerin %36,2'si uç değerden kaynaklanmaktadır. Elde edilen İNA değeri Test Modülleri ile test edilmektedir.

İNA (mTL)	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	Uç değer
Net Satışlar	47,8	101,3	128,0	148,4	162,4	204,5	234,2	262,0	288	310	
Değişim		*112%*	*26%*	*16%*	*9,5%*	*25,9%*	*14,5%*	*11,9%*	*10,0%*	*7,5%*	
EBITDA	11,9	35,6	80,6	50,3	65,0	82,0	93,9	105,0	115,6	124,2	
Değişim		*200%*	*126%*	*-38%*	*29%*	*26%*	*15%*	*12%*	*10%*	*7,5%*	
EBITDA Marjı	*24,8%*	*35,1%*	*63,0%*	*33,9%*	*40,0%*	*40,1%*	*40,1%*	*40,1%*	*40,1%*	*40,1%*	
Esas Faaliyet Karı	7,6	27,5	71,6	38,5	51,9	69,4	79,0	89,7	103,9	112,2	
Değişim	*a.d.*	*261%*	*160%*	*-46%*	*35%*	*34%*	*14%*	*14%*	*16%*	*8%*	
Vergi	*22,0%*	*22,0%*	*25,0%*	*23,0%*	*20,0%*	*20,0%*	*20,0%*	*20,0%*	*20,0%*	*20,0%*	
Operasyonel Vergiler	(1,7)	(6,0)	(17,9)	(8,8)	(10,4)	(13,9)	(15,8)	(17,9)	(20,8)	(22,4)	
Amortisman	(3,4)	(5,6)	(8,0)	(11,9)	(13,2)	(12,6)	(14,9)	(15,3)	(11,6)	(12,0)	
Net Yatırım Giderleri	(13,1)	(13,3)	(12,6)	(7,6)	(9,1)	(10,5)	(12,0)	(13,4)	(11,8)	(11,7)	
Yatırım/Satış	*27,3%*	*13,1%*	*9,9%*	*5,1%*	*5,6%*	*5,1%*	*5,1%*	*5,1%*	*4,1%*	*3,8%*	
Yatırım/Amortisman	*3,8*	*2,4*	*1,6*	*0,6*	*0,7*	*0,8*	*0,8*	*0,9*	*1,0*	*1,0*	
İşletme Sermayesi Değiş.		(4,3)	(19,6)	(3,1)	(3,0)	(9,6)	(6,9)	(6,5)	(6,1)	(5,0)	
Kaldıraçsız Nakit Akımı				35,1	42,5	48,0	59,2	67,2	76,9	85,1	442,8
Değişim				*a.d*	*%21,1*	*%12,9*	*%23,3*	*%13,5*	*%14,4*	*%10,7*	*%5,0*
AOSM			25,2%	25,2%	25,2%	25,2%	25,2%	25,2%	25,2%	25,2%	25,2%
İndirgenmiş Nakit Akımı				33,2	34,0	30,6	30,2	27,4	25,0	22,1	115,1

Firma Değeri	**318**
Uç Değer Payı	*36,2%*
Uç Değer Büyüme	*5,0%*
Uç Değer Çıkış Çarpanı	*3,6*
Net Borç	**9**
Piyasa Değeri	**308**
Hisse Sayısı	*20*
Hisse Fiyatı	**15,49**

İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

İNA Varsayımları

Yönetim, yurtiçi ürettiği kemoterapi ilaç hazırlama setleri ile hazırlanan ilaç sayısı büyümesinin gelecek 2 yılda genel ekonomik büyüme üzerinde gerçekleşeceğini öngörmektedir. 2020-2021 ortalama büyümesi ilgili dönemin ortalama genel reel ekonomik büyümesinin üzerinde kaydedilmiştir. Bu durum Yönetim'e göre ilgili ürünün sağlık ile ilgili olması kaynaklı satın alma gücünden bağımsız seyretmektedir.

2022/06'da yurtiçi kemoterapi ilaç hazırlama seti sayısı 320.978 olarak gerçekleşmiştir.

SGK teşvikleri dahil 2022/06'da 25,6 mn TL diğer gelir elde edilmiştir

Test kiti ve cihaz satışları projeksiyonda normalize olacak

Gelecek 3 yılda 39,2 mn TL yurtiçi ünite yatırımı. Şirket 2022-2025 yılları arasında yurtiçi ünite sayısını artırmak için revizyon yatırımları dahil 39,2 mn TL yatırım planlamaktadır. İlgili yatırım sonrası 2021'de 39 olan yurtiçi ünite sayısının 2022'de 41'e; 2024'te 45'e ulaşması öngörülmektedir. Yurtiçi ürettiği kemoterapi ilaç hazırlama setleri ile hazırlanan ilaç sayısının 2022, 2023 ve 2024'te sırasıyla %13 %9,5 ve %3,4 büyümesi beklenmektedir. 2025 ve sonrasında ise yurtiçi ürettiği kemoterapi ilaç hazırlama setleri ile hazırlanan ilaç sayısının artmayacağı varsayılmıştır. Yönetim, ürün ve hizmetlerin satın alma gücünden bağımsız zorunlu talep gören kalemler olması sebebiyle ekonominin üzerinde bir büyümeyi rasyonel bulmaktadır. 2022/06 itibariyle ise yurtiçi ürettiği kemoterapi ilaç hazırlama setleri ile hazırlanan ilaç sayısı 320.978 adet olarak kaydedilmiştir. Gelecek 3 yılda yapılacak yeni ünite yatırımlarının etkisiyle 2022 ve 2023'te genel ekonominin üzerinde miktarsal artış varsayılırken muhafazakar tarafta kalmak ve Şirket'in sektörde önemli büyüklükte oyunculardan biri olması nedeniyle sonraki yıllarda büyüme GSYH gelişiminin altında alınmıştır. Özetle Şirket, 2019-2021'de yurtiçi ortalama ürettiği kemoterapi ilaç hazırlama setleri ile hazırlanan ilaç sayısında yıllık bileşik %8,7 büyüme sergilemesine rağmen projeksiyonda muhafazakar tarafta durmak adına 2021-2026 döneminde yıllık bileşik %5,1 büyüme modellenmiştir. İlgili büyüme genel ekonomik reel büyüme beklentisine yakın olmakla birlikte geçmiş büyümenin altındadır. Şirket, Moldova, Ukrayna, Almanya ve İngiltere'de kurduğu bağlı ortaklıkları ile yurtdışında büyüme hedeflemektedir. Yurtdışına geçmiş yıllarda yapılan test kiti ve kemoterapi ilaç hazırlama makine satışları ile önemli bir yurtdışı network elde edilmiştir. Bununla birlikte 2022 yılı için henüz bir satışın gerçekleşmemesi ve halka arzdan kaynaklanacak finansman ile yapılacak yatırım yurtdışı gelirlerini destekleyeceği için Şirket'in gelecek yıllar için yurtdışı gelir bütçesi finansal model ve değerlemede yer almamıştır. Şirket'in salgın döneminde proaktif davranarak test kiti üretimi faaliyetlerine başlayabilmesi yeni bir kilometre taşı olarak yurtdışı açılımını yapabilmesi açısından önem arz etmektedir.

Test kiti ve diğer gelirlerin gelişimi. Şirket'in diğer gelirleri kemoterapi ilaç hazırlama cihaz satışları, yurtiçi ve yurtdışı test kiti satışları ve SGK teşviklerinden oluşmaktadır. 2020'de 33,4 mn TL olan diğer gelirler hem pandemik etki ile artan test kiti satışları hem de cihaz satışlarının etkisi ile 2021'de 60,9 mn TL'ye yükselmiştir. Cihaz satışlarının 2023 yılındaki sipariş dışında projeksiyonda gerçekleşmeyeceği varsayılırken test kiti satışlarının 2022'de 39,8 mn TL olarak meydana geleceği bütçelenmiştir. İlgili test kiti satışları 2022/06'da ise 25,6 mn TL olarak kaydedilmiştir. İlk çeyrekte test kiti stoklarında hızlı satışlar gerçekleşirken yaz dönemi itibariyle salgında hareketlenmelerin olması yılın kalan kısmında test kiti satış beklentisi oluşturmaktadır. Test kiti satışları stoklardan gerçekleşmekte olup üretimin durdurulduğu ifade edilmiştir. Yönetim salgının seyrindeki seyre göre hızlıca test kiti üretim faaliyetlerinin başlayabileceğini ifade etmiştir. Bununla belikte 2022 sonrasında değerlemede herhangi bir şekilde test kiti satışı olmayacağı varsayılmıştır. 2022'de satış gelirlerindeki ivme kaybının 2021'de yüksek test kiti ve cihaz satışı kaynaklı olduğu görülmektedir. Diğer gelirlerde yer alan SGK teşviklerinin ise her yıl beklenen TÜFE oranında artacağı modellenmiştir.

Makro Beklentiler	Birim	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Ort. €/TL	TL	6,4	8,0	10,5	17,7	24,6	29,9	33,6	36,9
€ Inflation	%	2,0%	0,3%	5,0%	7,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
TÜFE	%	11,8%	14,6%	36,1%	73,7%	43,5%	23,9%	14,5%	11,9%
GSYH Büyümesi	%	0,8%	1,8%	11,0%	3,3%	4,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Ort. $/TL	TL	5,7	7,0	8,9	17,1	24,4	29,5	33,1	36,3

Miktarsal Beklentiler	Birim	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Toplam Hasta Hacmi	**Kişi**	**480.797**	**525.562**	**568.139**	**641.956**	**703.250**	**727.500**	**727.500**	**727.500**
Yurtiçi Merkez Sayısı	Adet	37	35	39	41	44	45	45	45
Yurtiçi Yıllık Ürün Adedi	Kişi	480.797	525.562	568.139	641.956	703.250	727.500	727.500	727.500
Satış Büyümesi	%		*9,3%*	*8,1%*	*13,0%*	*9,5%*	*3,4%*	*0,0%*	*0,0%*
Yurtiçi Yıllık Ürün Adedi	%		*9,3%*	*8,1%*	*13,0%*	*9,5%*	*3,4%*	*0,0%*	*0,0%*

Test Kiti ve Diğer Ürünler	Birim	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Test Kiti & Diğer Gelir	**mn TL**	**3,4**	**33,4**	**60,9**	**45,6**	**11,0**	**10,4**	**11,9**	**13,3**
Tam Otomatik İlaç Hazırlama Cihaz Satışı	mn TL	2,0	4,2	12,7	0,0	2,6	0,0	0,0	0,0
Yurtiçi Covid-19 Antijen-Antikor Satışı	mn TL	0,0	0,5	12,7	13,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Yurdışı Covid-19 Antijen-Antikor Satışı	mn TL	0,0	25,7	32,1	26,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Diğer Gelirler	mn TL	1,4	3,1	3,4	5,8	8,4	10,4	11,9	13,3

İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Kozyatağı Mah. Hacıdiyekoy Yolu Cad. No:14
Kat:8 Hacıdiyekoy - Şişli / İSTANBUL
Telefon: 212 319 26 00 Faks: 0212 [illegible] 26
Yetkiliçi Kurumlar V.D. 476 [illegible]
Mersis No. 0479 0036 [illegible]

İNA Varsayımları

Sözleşme fiyatları için SGK tavan fiyat uygulamaktadır

Şubat 2022'de çıkarılan Cumhurbaşkanlığı kararına göre 2021 yılının son 5 ayı için %10; 2022 ilk çeyrek için %40 fiyat farkları Şirket tarafından kesilecektir.

Geçmiş ortalamanın altında satış büyümesi projekte edildi

Fiyat gelişimi. Sektörde tavan fiyatlar SGK tarafından SUT fiyatı olarak belirlenmektedir. Şirket'in yaptığı sözleşmeler ise SUT fiyatına belirli oranlarda iskontolu olarak gerçekleşmektedir. Şirket yönetimi 2022 için SUT fiyatını ürün başına 292 TL olarak öngörürken sonraki yıllarda tavan fiyatın beklenen enflasyon oranında artacağı modellenmiştir. 2019-2021 döneminde Şirket'in ortalama ürün başına gelirinin ortalama tavan fiyata göre %61,2 iskontolu olduğu geçmiş verilerden teyit edilmiştir. İlgili makasın 2022, 2023, 2024, 2025 ve 2026 yılları için %54,8, %51,4, %51,4, %51,4 ve %51,4 olarak gerçekleşeceği Yönetim tarafından öngörülmektedir. Nihai olarak 2022 ve 2023'te beklenen enflasyonun altında yurtiçi ortalama ürün başına fiyatın sırasıyla %35,4 ve %34,6 oranında artması beklenirken sonraki yıllarda beklenen enflasyon nispetinde fiyat artışları öngörülmektedir. 2022 ve 2023'te yüksek enflasyon dikkate alındığında beklenen fiyat artışının muhafazakar olduğu düşünülmektedir. Şubat 2022'de Cumhurbaşkanlığı kararı ile verilen 2021 son 5 ay ve 2022 yılı fiyat farkları ise modelde gelir ve faaliyet karlılığını destekleyecektir.

2019-2021'de net satışlarda %63,6 YBBO. 2019, 2020 ve 2021'de sırasıyla 47,8 mn TL, 101,3 mn TL ve 128 mn TL olan net satışların 2022'de 148,4 mn TL olacağı öngörülmektedir. 2022/06'da ise net satışlar 69,9 mn TL olarak gerçekleşmiştir. 2022'de net satışlardaki sınırlı büyümede test kiti ve cihaz satışlarındaki normalizasyon etkilidir. 2023 yılında ise test kiti satışlarının tamamen ortadan kalkması ile satış büyümesindeki sınırlı yükseliş devam etmiştir. Bununla birlikte kemoterapi segmentinde hızlı büyüme görülmektedir. Net satışlarda 2019-2021 döneminde yıllık bileşik büyüme %63,6 olarak kaydedilirken 2021-2026 döneminde beklenen büyüme oranı projeksiyonda %15,4 olarak varsayılmıştır. Geçmişe nazaran daha enflasyonist bir ortama girilmesine rağmen büyümede beklenen oranlar geçmiş ortalamanın altında tahmin edilmiştir. 2021'de önemli bir seviyeye ulaşan diğer gelirler ise pandeminin sonlanması ile azalan test kiti satışları ve kemoterapi cihaz satışlarının öngörülmemesi nedeniyle 2022, 2023 ve 2024 yıllarında gerilemiş; sonraki yıllarda ise beklenen enflasyon kadar artırılmıştır. Böylece 2024-2025 yıllarında diğer gelirlerin toplam gelirlerden aldığı pay %5,1 seviyesine gerilemiştir.

Birim Fiyatlar	Birim	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Ortalama Birim Fiyat	**TL/Kişi**	**92,4**	**129,2**	**118,2**	**160,0**	**215,4**	**266,9**	**305,5**	**341,9**
SUT Fiyatı	TL/Kişi	165,0	182,0	209,0	292,0	419,0	519,2	594,4	665,2
Yurtiçi Ürün Başı Ort. Fiyat	TL/Kişi	92,4	129,2	118,2	160,0	215,4	266,9	305,5	341,9
SUT Makası	%	*56,0%*	*71,0%*	*56,5%*	*54,8%*	*51,4%*	*51,4%*	*51,4%*	*51,4%*
Genel Fiyat Değişimi	%		*39,8%*	*-8,5%*	*35,4%*	*34,6%*	*23,9%*	*14,5%*	*11,9%*
Yurtiçi Ürün Başı Ort. Fiyat	%		*39,8%*	*-8,5%*	*35,4%*	*34,6%*	*23,9%*	*14,5%*	*11,9%*

Satış Büyümesi	Birim	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	**mn TL**	**47,8**	**101,3**	**128,0**	**148,4**	**162,4**	**204,5**	**234,2**	**262,0**
Yurtiçi Hasta Gelirleri	mn TL	44,4	67,9	67,1	102,7	151,5	194,1	222,3	248,7
Diğer Gelirler	mn TL	3,4	33,4	60,9	45,6	11,0	10,4	11,9	13,3
Satış Kırılımı									
Yurtiçi Hasta Gelirleri	%	*92,9%*	*67,0%*	*52,4%*	*69,2%*	*93,2%*	*94,9%*	*94,9%*	*94,9%*
Diğer Gelirler	%	*7,1%*	*33,0%*	*47,6%*	*30,8%*	*6,8%*	*5,1%*	*5,1%*	*5,1%*
Satış Büyümesi	%		*111,9%*	*26,3%*	*15,9%*	*9,5%*	*25,9%*	*14,5%*	*11,9%*
Yurtiçi Hasta Gelirleri	%		*52,9%*	*-1,1%*	*53,0%*	*47,5%*	*28,2%*	*14,5%*	*11,9%*
Diğer Gelirler	%		*886,0%*	*82,2%*	*-25,0%*	*-76,0%*	*-5,3%*	*14,5%*	*11,9%*

İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

İNA Varsayımları

Amortismanlar mevcut varlıkların faydalı ömrü, birikmiş amortisman süreleri ve yeni yatırımlar dikkate alınarak tahmin edilmiş ve geçmiş ortalamalara göre satılan malın maliyet kısmına pay edilmiştir.

Maliyetlerin gelişimi. Yurtiçi kemoterapi hizmetlerinde birim maliyetin 2022'de ürün başına 68,8 TL olması beklenirken sonraki yıllarda birim maliyetin beklenen enflasyon kadar artacağı Yönetim tarafından bütçelenmiştir. Birim maliyetler işçilik, enerji, sarf malzemeler, temiz oda harcamaları ve uygulama setlerini içermekte olup 2022'deki seviyenin 2020 ve 2019 seviyesine yakınsaması yerli üretime geçilmesi ile maliyetlerin düşürülmesi kaynaklıdır. Ayrıca ilgili maliyette hastanın aldığı doz sayısı da etkili olabilmektedir. Tam otomatik cihaz satışı 2023 hariç projekslyonda öngörülmediği için herhangi bir maliyet tahmininde bulunulmazken test kitleri için 2021 %64 kar marjına karşın 2022'de %21,1 brüt kar marjının gerçekleşeceği ve sonraki yıllarda bir gelir olmayacağı için maliyetin de gerçekleşmeyeceği varsayılmıştır. EBITDA ve brüt kar marjının 2023 yılından itibaren artması ise kar marjı düşük test kitinin portföyden çıkması kaynaklıdır.

Projeksiyonda geçmişteki pazarlama/satış oranı ortalamasının üzerinde bir oran kullanılarak muhafazakar davranılmıştır

Pazarlama giderleri. Pazarlama giderleri satış payı 2019, 2020 ve 2021'de sırasıyla %3,6, %1,7 ve %1,4 olarak gerçekleşirken pazarlama giderleri ilgili dönemlerde 1,7-1,8 mn TL bandında dalgalanmıştır. 2022/06'da gerçekleşen pazarlama giderleri ise tek seferlik giderlerin etkisiyle bir miktar yüksek kaydedilse de normalizasyonla birlikte 2022'de %5,1 pazarlama giderleri satış payı Yönetim tarafından beklenmektedir. Sonraki yıllarda ise ilgili oranın %3,4 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmektedir. Geçmişteki pazarlama/satış oranı ortalamasının üzerinde bir oran projekslyonda yıllara sarı korunmuştur. 2021'de 1,8 mn TL olan pazarlama giderlerinin hem yurtiçi ünite yatırımları hem de halka arz nedeniyle 2022'de 7,6 mn TL'ye yükseleceği tahmin edilmektedir.

SMM	Birim	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Satılan Malın Maliyeti	**mn TL**	**(33,6)**	**(63,0)**	**(39,6)**	**(79,7)**	**(75,0)**	**(93,4)**	**(107,1)**	**(119,4)**
Yurtiçi Kemoterapi Hizmet Maliyeti	**mn TL**	**(31,4)**	**(34,3)**	**(18,2)**	**(44,2)**	**(69,4)**	**(89,0)**	**(101,9)**	**(114,0)**
Yurt İçi Ortalama Birim Ürün Maliyeti	mn TL	65,3	65,3	32,0	68,8	98,7	122,3	140,1	156,7
Değişim	%		*0%*	*-51%*	*115%*	*44%*	*24%*	*15%*	*12%*
Tam Otomatik Cihaz Maliyeti	**mn TL**	**(0,7)**	**(2,7)**	**(2,5)**	**0,0**	**(1,0)**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
Covid-19 Antijen-Antikor Maliyeti	**mn TL**	**0,0**	**(22,8)**	**(16,0)**	**(31,4)**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
Amortisman Giderleri	**mn TL**	**(1,5)**	**(3,2)**	**(3,1)**	**(4,2)**	**(4,6)**	**(4,4)**	**(5,2)**	**(5,4)**
Yurtiçi Kemoterapi/Satış	%	*65,7%*	*33,9%*	*14,2%*	*29,8%*	*42,7%*	*43,5%*	*43,5%*	*43,5%*
Cihaz Maliyeti/Satış	%	*1,5%*	*2,7%*	*1,9%*	*0,0%*	*0,6%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Covid-19 Maliyeti/Satış	%	*0,0%*	*22,5%*	*12,5%*	*21,2%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Amortisman/Satış	%	*3,2%*	*3,2%*	*2,4%*	*2,8%*	*2,8%*	*2,2%*	*2,2%*	*2,0%*

Pazarlama Giderleri	Birim	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Toplam Pazarlama Giderleri	**mn TL**	**(1,7)**	**(1,7)**	**(1,8)**	**(7,6)**	**(5,5)**	**(6,9)**	**(7,9)**	**(8,9)**
Personel	mn TL	(0,5)	(0,3)	(0,7)	(2,5)	(2,8)	(3,5)	(4,0)	(4,5)
Gümrük Giderleri	mn TL	(0,1)	(0,3)	(0,5)	(0,9)	(0,5)	(0,7)	(0,8)	(0,9)
İhracat Giderleri	mn TL	0,0	(0,7)	(0,6)	(0,9)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yemek	mn TL	0,0	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Sigorta	mn TL	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Amortisman	mn TL	(0,0)	(0,1)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Danışmanlık	mn TL	0,0	0,0	0,0	(1,8)	(0,6)	(0,7)	(0,9)	(1,0)
Konaklama, Seyehat Giderleri	mn TL	0,0	0,0	0,0	(0,7)	(0,8)	(1,0)	(1,1)	(1,3)
Diğer	mn TL	(1,0)	(0,2)	0,0	(0,6)	(0,7)	(0,9)	(1,0)	(1,1)
Satış Payı	**%**	**-3,6%**	**-1,7%**	**-1,4%**	**-5,1%**	**-3,4%**	**-3,4%**	**-3,4%**	**-3,4%**
Personel	%	*-1,1%*	*-0,3%*	*-0,5%*	*-1,7%*	*-1,7%*	*-1,7%*	*-1,7%*	*-1,7%*
Gümrük Giderleri	%	*-0,3%*	*-0,3%*	*-0,4%*	*-0,6%*	*-0,3%*	*-0,3%*	*-0,3%*	*-0,3%*
İhracat Giderleri	%	*0,0%*	*-0,7%*	*-0,5%*	*-0,6%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Yemek	%	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Sigorta	%	*-0,1%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Amortisman	%	*-0,1%*	*-0,1%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Danışmanlık	%	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*-1,2%*	*-0,4%*	*-0,4%*	*-0,4%*	*-0,4%*
Konaklama, Seyehat Giderleri	%	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*-0,5%*	*-0,5%*	*-0,5%*	*-0,5%*	*-0,5%*
Diğer	%	*-2,0%*	*-0,2%*	*0,0%*	*-0,4%*	*-0,4%*	*-0,4%*	*-0,4%*	*-0,4%*

İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

İNA Varsayımları

2022'de genel yönetim giderlerinin önceki seneye göre %62,2 oranında artacağı beklenmekte

Genel yönetim giderleri. 2022 yılı için genel yönetim giderleri tahmin edilirken hem yıl içinde beklenen ortalama TÜFE hem de 2022/03 verileri dikkate alınmıştır. Sonraki yıllarda ise amortisman hariç genel yönetim giderleri beklenen enflasyona paralel artırılmıştır. Amortismanlar, mevcut varlıkların faydalı ömrü, birikmiş amortisman süreleri ve yeni yatırımlar dikkate alınarak tahmin edilmiş ve geçmiş ortalamalara göre genel yönetim giderlerine pay edilmiştir. Buna göre 2022'de genel yönetim giderlerinin %62,2 oranında artarak 22,6 mn TL'ye ulaşacağı öngörülmektedir. 2022-2024 yılında yurtiçi ünite kurulumları için 27,2 mn TL yatırım öngörülmektedir.

2022'de EBITDA'nın görece normalize olarak 50,3 mn TL olarak gerçekleşeceği varsayılmakta

EBITDA gelişimi. 2019-2021 döneminde net satışlarda yıllık bileşik büyüme oranı %63,6 olmasına rağmen 2021-2026 döneminde ilgili yıllık büyüme oranı %15,4 olarak varsayılmıştır. 2021'de %69 olan brüt kar marjının 2022-2026 yılları arasında normalize olarak %46,3-%54,4 bandında salınacağı varsayılmaktadır. 2021'de 80,6 mn TL olarak gerçekleşen, 2022/06'te 91 mn TL'yi aşan yıllıklandırılmış EBITDA'nın 2022'de test kiti ve cihaz satışlarındaki normalizasyonla %37,6 gerileyerek 50,3 mn TL olarak kaydedileceği Yönetim tarafından varsayılmaktadır. 2019-2021 döneminde EBITDA kaleminde yıllık bileşik büyüme oranı %160,8 olmasına rağmen 2021-2026 döneminde ilgili büyüme oranının %5,4 olarak gerçekleşeceği varsayılmaktadır.

Genel Yönetim Giderleri	Birim	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Toplam Genel Yönetim Giderleri	**mn TL**	**(4,0)**	**(6,7)**	**(13,9)**	**(22,6)**	**(30,1)**	**(34,9)**	**(40,2)**	**(44,1)**
Amortisman	mn TL	(1,9)	(2,4)	(4,9)	(7,7)	(8,6)	(8,2)	(9,7)	(10,0)
Personel	mn TL	(0,9)	(1,5)	(2,8)	(5,7)	(8,2)	(10,2)	(11,7)	(13,1)
Kıdem Tazminatı	mn TL	(0,2)	(0,6)	(1,3)	(1,7)	(2,4)	(3,0)	(3,5)	(3,9)
Danışmanlık Giderleri	mn TL	(0,3)	(0,1)	(0,2)	(0,7)	(1,0)	(1,3)	(1,5)	(1,6)
Mutfak Yemek Giderleri	mn TL	(0,1)	(0,4)	(0,9)	(1,3)	(1,9)	(2,4)	(2,7)	(3,0)
Konaklama, seyahat giderleri	mn TL	0,0	(0,1)	(0,8)	(1,3)	(1,9)	(2,3)	(2,6)	(2,9)
Enerji	mn TL	(0,1)	(0,3)	(0,6)	(1,1)	(1,5)	(1,9)	(2,2)	(2,4)
Nakliye, Kargo	mn TL	(0,1)	(0,2)	(0,5)	(0,8)	(1,2)	(1,5)	(1,7)	(1,9)
Diğer	mn TL	(0,3)	(1,2)	(2,0)	(2,3)	(3,3)	(4,1)	(4,7)	(5,2)
Değişim	**%**		**64,8%**	**109,6%**	**62,2%**	**32,9%**	**16,0%**	**15,3%**	**9,8%**
Amortisman	%		*27,5%*	*108,9%*	*57,0%*	*10,6%*	*-3,9%*	*17,8%*	*3,1%*
Personel	%		*63,8%*	*94,9%*	*99,7%*	*45,5%*	*23,9%*	*14,5%*	*11,9%*
Kıdem Tazminatı	%		*124,4%*	*124,2%*	*33,7%*	*45,5%*	*23,9%*	*14,5%*	*11,9%*
Danışmanlık Giderleri	%		*-68,5%*	*45,9%*	*367,8%*	*43,5%*	*23,9%*	*14,5%*	*11,9%*
Mutfak Yemek Giderleri	%		*243,0%*	*112,8%*	*53,7%*	*43,5%*	*23,9%*	*14,5%*	*11,9%*
Konaklama, seyahat giderleri	%			*643,7%*	*53,7%*	*43,5%*	*23,9%*	*14,5%*	*11,9%*
Enerji	%		*94,1%*	*127,0%*	*78,7%*	*43,5%*	*23,9%*	*14,5%*	*11,9%*
Nakliye, Kargo	%		*75,0%*	*119,1%*	*73,7%*	*43,5%*	*23,9%*	*14,5%*	*11,9%*
Diğer	%		*251,1%*	*69,6%*	*15,8%*	*43,5%*	*23,9%*	*14,5%*	*11,9%*

Yatırım	Birim	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Toplam Yatırım	**mn TL**	**13,1**	**13,3**	**12,6**	**7,6**	**9,1**	**10,5**	**12,0**	**13,4**
Yatırım	mn TL	13,1	13,3	12,6	7,6	9,1	10,5	12,0	13,4
Yatırım/Satış	%	*27%*	*13%*	*10%*	*5%*	*5,6%*	*5%*	*5%*	*5%*

Gelir Tablosu	Birim	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2019-2021 YBBO	2021-2026 YBBO
Net Satış	**mn TL**	**48**	**101**	**128**	**148**	**162**	**205**	**234**	**262**	**63,6%**	**15,4%**
Değişim	%		*111,9%*	*26,3%*	*15,9%*	*9,5%*	*25,9%*	*14,5%*	*11,9%*		
SMM	**mn TL**	**(34)**	**(63)**	**(40)**	**(80)**	**(75)**	**(93)**	**(107)**	**(119)**	**8,6%**	**24,7%**
Brüt Kar	mn TL	14,2	38,3	88,3	68,6	87,4	111,1	127,1	142,7	**149,6%**	**10,1%**
Brüt Marj	%	*29,7%*	*37,8%*	*69,0%*	*46,3%*	*53,8%*	*54,3%*	*54,3%*	*54,4%*		
Faaliyet Giderleri	mn TL	(5,8)	(8,3)	(15,7)	(30,2)	(35,6)	(41,8)	(48,1)	(53,0)	**65,1%**	**27,5%**
Faaliyet Gid./Satış	%	*-12,1%*	*-8,2%*	*-12,3%*	*-20,3%*	*-21,9%*	*-20,4%*	*-20,5%*	*-20,2%*		
Amortisman	mn TL	(3,4)	(5,6)	(8,0)	(11,9)	(13,2)	(12,6)	(14,9)	(15,3)		
EBITDA	**mn TL**	**11,9**	**35,6**	**80,6**	**50,3**	**65,0**	**82,0**	**93,9**	**105,0**	**160,8%**	**5,4%**
EBITDA Margin	%	*24,8%*	*35,1%*	*63,0%*	*33,9%*	*40,0%*	*40,1%*	*40,1%*	*40,1%*		
Değişim	%		*200,4%*	*126,4%*	*-37,6%*	*29,1%*	*26,1%*	*14,5%*	*11,9%*		

İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Piyasa Çarpanları

Uluslararası Çarpanlar

Yurtdışı benzer şirket çarpanları 1.122 TL piyasa değerine işaret etmekte

26 uluslararası firma örneklemde kullanılmıştır. Şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren yurtdışı benzer şirketler tespit edilmiş ve değer tespitinde uluslararası şirketlerin çarpanlarına yer verilmiştir. Çarpanların hesaplanmasında kullanılan piyasa değerleri 24 Ekim 2022 tarihlidir. Aşağıdaki tablolarda yurtdışı şirketlere yönelik finansal veriler, çarpan değerleri ve faaliyet alanlarına yönelik özet bilgiler yer almaktadır. EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 20x'in üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dahil edilmemiştir. 20x ve 5x eşik değerleri uç değerlerin elimine edilmesi amacıyla seçilmiştir. Değerleme yapılırken EV/EBITDA 2022/06-4Ç ile EV/EBITDA22T çarpanlarına %25'er; F/K çarpanına ise %50 ağırlık verilmiştir

Yurtdışı Piyasa Çarpanları Analizinde Kullanılan Örneklem Şirketler

Şirket	Ülke	Açıklama
Olympus	Japonya	Olympus, optoelektronik ürünler üretmektedir. Şirketin ürünleri arasında endüstriyel kullanım için endoskoplar, mikroskoplar, analitik ekipman ve lazer optik tarayıcılar yer almaktadır.
Shenzhen	Çin	Shenzhen Mindray Bio-Medical Electronics Co., Ltd. tıbbi ekipman üretir ve dağıtır. Şirket, yaşam bilgilerini destekleyen, in vitro teşhis ve tıbbi görüntüleme ekipmanı ekipmanı üretir.
Phc Holding	Japonya	PHC Holdings Corporation, tıbbi cihazlar tasarlar, geliştirir. Şirket, kan şekeri sistemleri, diyabet yönetim sistemleri ve diğer ilgili test cihazları üretmektedir
Trukmg	Çin	Şirket, ampul bağlantı hatları, flakon bağlantı hatları, oral sıvı bağlantı hatları ve infüzyon bağlantı hatları ve diğer ilgili ürünler sunmaktadır.
Shinva	Çin	Shinva Medical Instrument Co., Ltd. tıbbi alet ve ekipman üretir ve pazarlar. Şirketin ürünleri arasında sterilizasyon ekipmanı, radyasyon teşhisi ve radyoterapi ekipmanı, kimyasal endikasyon ürünleri ve tıbbi çevre koruma ekipmanı bulunmaktadır.
Sinocare	Çin	Sinocare Inc. biyosensör teknolojisi gerçek zamanlı algılama ürünleri geliştirir, üretir ve satar.
Roche	İsviçre	Roche Holding AG, farmasötik ve teşhis ürünleri geliştirmekte ve üretmektedir.
Medtronic	İrlanda	Medtronic, PLC, tedavi edici ve cerrahi tıbbi ürünler geliştirmektedir.
Draegerwerk	Almanya	Şirket, ventilatörler, izleme ekipmanları, taşıma kuvözleri, anestezi makineleri, cerrahi ışıklar, koğuş ekipmanları, evde bakım ekipmanları, endüstride güvenli nefes alma sistemleri ve oksijen sistemleri üretmektedir.
Smith	İngiltere	Smith & Nephew plc, gelişmiş tıbbi cihazlar geliştirmekte ve pazarlamaktadır. Grup ortopedi, endoskopi ve ileri yara tedavisi ile ilgilenmektedir.
Elekta	İsveç	Elekta AB, nörolojik bozuklukların tedavisi ve kanser radyasyonunun tedavisi için gelişmiş tıbbi ürünler üretir ve satar.
Arjo	İsveç	Arjo AB, yaşlı ve engelli hastalar için tıbbi ekipman geliştirir. Şirket, tıbbi yataklar, sifon dezenfektanları, önleme pompaları ve duş sistemleri sunmaktadır.
Ion Beam	Belçika	Ion Beam Applications S.A. (IBA), radyasyon tedavisi için proton tedavisi alanında tıbbi ekipman geliştirir ve kurar.
Becton	Amerika	Becton, Dickinson and Company, temel olarak sağlık kurumları, yaşam bilimi araştırmacıları, klinik laboratuvarlar, ilaç endüstrisi ve genel halk tarafından kullanılan tıbbi cihazların, enstrüman sistemlerinin ve reaktiflerin geliştirilmesi, üretimi ve satışı ile uğraşan küresel bir tıbbi teknoloji şirketidir.
Stryker	Amerika	Stryker Corporation, özel cerrahi ve tıbbi ürünler geliştirir, üretir ve pazarlar.
Intuitive Surgical	Amerika	Intuitive Surgical, Inc. cerrahi sistemleri tasarlar, üretir ve pazarlar. Endoskoplar, endoskopik ekartörler ve disektörler, makas, bistüri, forseps, iğne tutucular, elektrokoter, ultrasonik kesiciler ve cerrahi işlemler arasında aksesuarlar sunmaktadır.
Steris	Amerika	Steris Public Limited Şirketi, enfeksiyon önleme ve diğer prosedür ürünleri ve hizmetleri sağlayıcısı olarak faaliyet göstermektedir.
Dexcom	Amerika	Dexcom, Inc., diyabetli kişiler için sürekli glikoz izleme sistemlerinin tasarımına ve geliştirilmesine odaklanan bir tıbbi cihaz şirketi olarak faaliyet göstermektedir
Omnicell	Amerika	Omnicell, Inc. sağlık tesisleri için entegre bir klinik altyapı ve iş akışı otomasyon çözümleri paketi sağlar.
Avanos Mmg	Amerika	Avanos Medikal A.Ş. bir medikal teknoloji şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket enfeksiyon önleme, cerrahi, solunum, sindirim sağlığı ve ağrı yönetimi çözümleri sunmaktadır.
Insulet	Amerika	Insulet Corporation, bir tıbbi cihaz şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, insüline bağımlı diyabetli kişiler için bir insülin infüzyon sistemi geliştirir, üretir.
Cooper	Amerika	Cooper Companies Inc., bağlı kuruluşları aracılığıyla özel sağlık ürünleri geliştirir, üretir ve pazarlar.
Tandem	Amerika	Tandem Diyabet Bakımı A.Ş. tıbbi cihazlar üretmektedir. Şirket, insüline bağımlı diyabet hastaları için ürünler tasarlamakta, geliştirmekte ve ticarileştirmektedir.
Varex Imaginf	Amerika	Varex Imaging Corporation, x-ray görüntüleme bileşenlerini tasarlar, üretir ve satar.
Natus Medical	Amerika	Natus Medical Incorporated, tarama ürünleri geliştiren, üreten ve pazarlayan bir tıbbi cihaz şirketi olarak faaliyet göstermektedir.
Lantheus Holding	Amerika	Lantheus Holdings, Inc. tanısal tıbbi görüntüleme ajanları ve ürünleri geliştirir, üretir, satar ve dağıtır.

İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Uluslararası Benzer Şirketler Piyasa Çarpanları				24 Ekim	Son 12 Ay				Net Satış Artışı	EBITDA Artışı	EBITDA Marjı	Son 12 Ay	Cari
Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke		EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	EV/EBITDA 22T	2019-2022/03 YBBO (%)	2019-2022/03 YBBO (%)	Son 12 Ay	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
Asya-Pasifik Gelişmiş-Gelişmekte Ülkeler	Olympus Corp	7733 JP Equity	Japonya	26.102	14,3	4,0	31,6	6,6	8,8	3,6%	18,0%	28,1%	0,5	0,2
	Shenzhen Mindray Bio-Medic-A	300760 CH Equity	Çin	52.107	M.D	13,2	42,5	14,8	M.D	22,5%	M.D	M.D	M.D	(0,4)
	Phc Holdings Corp	6523 JP Equity	Japonya	1.239	7,6	1,3	M.D	1,9	6,7	23,2%	M.D	16,4%	6,8	1,7
	Truking Technology Ltd-A	300956 CH Equity	Çin	1.249	M.D	1,5	14,5	2,3	M.D	51,1%	M.D	M.D	M.D	0,0
	Shenz Medcat Instrument-A	600587 CH Equity	Çin	1.426	M.D	1,1	16,0	2,0	M.D	-2,2%	M.D	M.D	M.D	0,1
	Sinocare Inc - A	300298 CH Equity	Çin	2.408	M.D	6,3	63,5	6,1	M.D	16,1%	M.D	M.D	M.D	0,1
	Ortalama			14.089	10,9	2,0	16,2	1,9	7,8	18,9%	18,0%	22,2%	3,1	0,3
	Medyan			1.916	10,9	1,4	16,2	2,0	7,8	18,8%	18,8%	22,2%	3,1	0,1
	Minimum			1.239	7,6	1,1	14,5	1,3	6,7	-2,2%	18,0%	16,4%	0,5	(0,4)
	Maksimum			52.107	14,3	13,2	63,5	14,0	8,7	51,1%	18,0%	28,1%	5,8	1,7

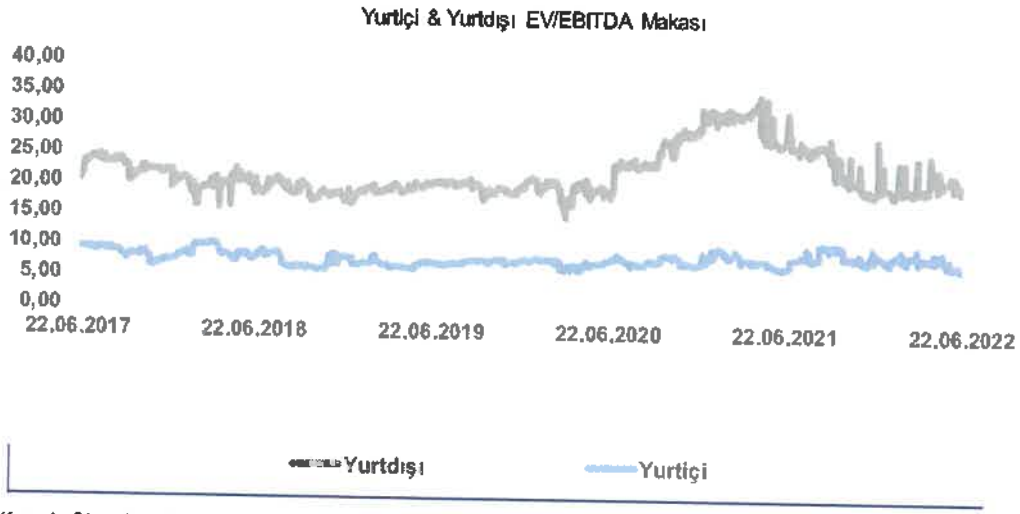
Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke		EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	EV/EBITDA 22T	2019-2022/03 YBBO (%)	2019-2022/03 YBBO (%)	Son 12 Ay	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
Avrupa Gelişmiş-Gelişmekte Olan Ülkeler	Roche Holding Ag-Genusschein	ROG SW Equity	İsviçre	274.715	10,8	4,3	18,4	10,5	M.D	3,6%	6,6%	M.D	0,9	0,7
	Medtronic Plc	MDT US Equity	İrlanda	111.489	14,6	4,4	19,7	2,1	12,9	1,3%	-2,3%	30,4%	1,6	0,3
	Draegerwerk Ag - Pref	DRW3 GR Equity	Almanya	718	4,2	0,4	M.D	0,6	M.D	9,1%	M.D	8,6%	3,1	0,2
	Smith & Nephew Plc	SN/ LN Equity	İngiltere	9.952	10,3	2,8	20,2	1,8	9,5	2,6%	-2,7%	M.D	2,0	0,4
	Elekta Ab-B Shs	EKTAB SS Equity	İsveç	2.019	12,1	2,1	20,3	2,4	9,2	2,6%	-1,0%	17,4%	1,3	0,4
	Arjo Ab - B Shares	ARJOB SS Equity	İsveç	1.164	11,6	2,4	19,9	1,7	9,2	3,4%	8,6%	20,9%	2,8	0,7
	Ion Beam Applications	IBAB BB Equity	Belçika	429	14,0	1,1	101,3	3,4	9,1	15,4%	-2,8%	M.D	(5,6)	(1,0)
	Ortalama			57.212	12,2	2,5	19,3	2,0	10,0	5,4%	1,1%	19,3%	0,9	0,2
	Medyan			2.019	11,9	2,4	19,7	2,0	9,2	3,4%	-1,7%	19,2%	1,6	0,4
	Minimum			429	4,2	0,4	18,4	0,6	M.D	1,3%	-2,8%	8,6%	(5,6)	(1,0)
	Maksimum			274.715	14,6	4,4	101,3	10,5	M.D	15,4%	8,6%	30,4%	3,1	0,7

Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke		EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	EV/EBITDA 22T	2019-2022/03 YBBO (%)	2019-2022/03 YBBO (%)	Son 12 Ay	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
Kuzey-Güney Amerika Gelişmiş-Gelişmekte Olan Ülkeler	Becton Dickinson And Co	BDX US Equity	Amerika	84.229	12,4	4,3	18,1	2,5	M.D	8,5%	80,4%	34,4%	2,9	0,5
	Stryker Corp	SYK US Equity	Amerika	83.420	18,2	5,0	27,9	5,3	M.D	9,4%	9,9%	27,5%	3,4	0,8
	Intuitive Surgical Inc	ISRG US Equity	Amerika	77.849	30,4	10,1	56,1	6,6	M.D	16,2%	9,9%	33,3%	(2,2)	(0,4)
	Stens Plc	STE US Equity	Amerika	16.975	16,8	4,9	35,4	2,7	14,6	19,7%	18,0%	26,2%	2,4	0,4
	Dexcom Inc	DXCM US Equity	Amerika	38.854	70,0	10,7	340,7	12,2	M.D	33,6%	M.D	15,3%	(1,6)	(0,3)
	Omnicell Inc	OMCL US Equity	Amerika	3.311	30,8	4,3	45,4	3,0	M.D	13,4%	23,5%	14,0%	2,4	0,3
	Avanos Medical Inc	AVNS US Equity	Amerika	959	13,7	1,9	21,6	0,8	9,0	4,6%	49,5%	13,9%	2,0	0,2
	Insulet Corp	PODD US Equity	Amerika	16.006	85,2	13,4	275,5	37,9	M.D	25,0%	M.D	15,6%	4,5	1,7
	Cooper Cos Inc/The	COO US Equity	Amerika	12.760	21,2	5,8	29,2	1,8	16,3	5,5%	6,8%	27,8%	3,3	0,4
	Tandem Diabetes Care Inc	TNDM US Equity	Amerika	3.624	184,1	4,7	M.D	7,8	M.D	58,5%	M.D	2,6%	(10,9)	(0,5)
	Varex Imaging Corp	VREX US Equity	Amerika	826	8,4	1,4	24,6	1,6	8,1	2,1%	9,2%	16,7%	2,6	0,6
	Natus Medical Inc	NTUS US Equity	Amerika	#N/A N/A	11,1	1,7	M.D	M.D	M.D	-3,0%	5,9%	15,7%	(1,5)	(0,2)
	Lantheus Holdings Inc	LNTH US Equity	Amerika	4.882	34,4	6,9	151,0	8,8	M.D	8,1%	M.D	19,3%	0,1	0,0
	Ortalama			26.974	13,6	3,5	18,1	2,1	12,0	15,4%	23,7%	20,2%	0,6	0,3
	Medyan			14.383	13,8	4,3	18,1	2,2	11,8	8,5%	9,9%	16,7%	(0,7)	0,3
	Minimum			826	8,4	1,4	18,1	0,8	8,1	-3,0%	5,9%	2,5%	0,1	0,5
	Maksimum			83.420	184,1	13,4	340,7	37,9	16,3	58,5%	80,4%	34,4%	0,6	1,7

Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyonİ)	EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	EV/EBITDA 22T	Son Üç yıl YBBO (%)	Son Üç Yıl YBBO (%)	Son 12 Ay	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
Global	Ortalama			32.348	12,7	2,8	18,1	2,0	10,3	13,5%	14,8%	20,3%	0,9	27%
	Medyan			4.882	12,2	2,4	18,2	2,0	9,2	8,4%	8,9%	17,4%	2,0	25%
	Minimum			429	4,2	0,4	14,5	0,6	6,7	-3,0%	-2,8%	2,5%	-10,9	-104%
	Maksimum			274.715	184,1	13,4	340,7	37,9	16,3	58,5%	80,4%	34,4%	5,8	168%
	Oncosem			1.122	12,2	7,1	18,2	13,0	9,2	61,7%	125,5%	57,4%	0,1	0,1

Kaynak: Bloomberg

Grafik 5: Yurtiçi şirketlerin EV/EBITDA çarpanı yurtdışı şirket çarpanlara göre iskontolu işlem görmektedir...



Kaynak: Bloomberg & Finnet

İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Piyasa Çarpanları

BİST Sağlık Grubu & BIST Sınai & Yurtiçi Benzerler

Oncosem için BİST Sağlık Grubu, yurtiçi benzer şirketler ile BIST Sınai şirketleri çarpanları kullanılarak tespit edilen halka arz iskontosu öncesi piyasa değerleri sırası ile 904 mn TL, 1.126 mn TL ve 907 mn TL'dir.

BIST Sağlık Grubu & BIST Sınai. Oncosem, faaliyet alanı anlamında sağlık sektöründeki firmalar ile veya sağlık sektörüne ürün üreten kimya sektörü şirketleri ile benzeşmektedir. Özellikle Anatolia Tanı (ANGEN), Gen İlaç (GENIL), Meditera Tıbbi Malzeme (MEDTR), RTA Laboratuvarı (RTALB) ve Türk İlaç Serum (TRILC) ile benzer alanda faaliyet göstermektedirler. BIST Sağlık Grubu şirketlerinin çarpanları ile benzer şirketler olan ANGEN, GENIL, MEDTR, RTALB ve TRILC şirketlerinin çarpanları ayrı ayrı olarak çarpan değerlemesinde dikkate alınmıştır. Şirket'in bir üretim şirketi olması nedeniyle BIST Sınai endeksinde yer alan şirketlerin çarpanları da değerlemede göz önünde bulundurulmuştur. EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 20x'nin üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dahil edilmemiştir. Şirketlerin EV/EBITDA ve F/K çarpanları değerlemede %50'şer ağırlık verilmiştir.

BİST Sağlık Kimya Endeksi							Net Satış Artışı	EBITDA Artışı	2022/06	2022/06	2022/06
BIST Kodu	Şirket Adı	PD (MilyonTL)	EV/ EBITDA 2022/06	EV/ Satışlar 2022/06	F/K 2022/06	PD/DD 2022/06	2019-2022/06 YBBO(%)	2019-2022/06 YBBO(%)	EBITDA Marjı	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
ANGEN	Anatolia Tanı Ve Biyoteknoloji	4.319	12,7	9,6	8,1	4,9	-9,0%	-22,5%	75,8%	(1,73)	(0,59)
GENIL	Gen İlaç	8.184	14,7	2,0	13,8	5,2	145,1%	220,0%	13,5%	(0,82)	(0,28)
LKMNH	Lokman Hekim Sağlık	711	7,1	1,7	7,5	3,5	163,6%	181,8%	23,9%	2,15	1,54
MEDTR	Meditera Tıbbi Malzeme	3.829	17,6	5,8	12,6	6,5	119,3%	160,2%	33,0%	(1,49)	(0,50)
MPARK	MLP Sağlık	12.628	7,8	1,8	17,5	11,0	164,1%	163,9%	23,5%	0,75	1,17
EGEPO	Nesmed Egepol	1.668	42,6	8,0	99,4	5,4	144,1%	-9,4%	18,8%	(0,15)	(0,02)
RTALB	RTA Laboratuvarları	408	8,4	1,5	2,8	1,0	47,6%	-42,7%	17,6%	0,67	0,09
SELEC	Selçuk Ecza Deposu	14.743	9,4	0,4	11,4	3,0	98,8%	216,5%	4,7%	(0,17)	(0,05)
TRILC	Türk İlaç Serum	2.023	66,1	2,8	155,9	5,9	721,7%	-70,4%	4,3%	8,10	0,82
Ortalama		5.390	11,1	1,7	11,8	3,1	177,3%	88,6%	23,9%	0,8	0,2
Medyan		3.829	9,4	1,8	12,0	3,3	144,1%	160,2%	18,8%	-0,2	0,0
Minimum		408	7,1	0,4	2,8	1,0	-9,0%	-70,4%	4,3%	-1,7	-0,6
Maksimum		14.743	66,1	9,6	155,9	11,0	721,7%	220,0%	75,8%	8,1	1,5
Oncosem		904	9,4	5,7	12,0	10,5	61,7%	126,5%	57,4%	0,1	0,1

BIST Benzer							Net Satış Artışı	EBITDA Artışı	2022/06	2022/06	2022/06
BIST Kodu	Şirket Adı	PD (MilyonTL)	EV/ EBITDA 2022/06	EV/ Satışlar 2022/06	F/K 2022/06	PD/DD 2022/06	2019-2021 YBBO(%)	2019-2021 YBBO(%)	EBITDA Marjı	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
ANGEN	Anatolia Tanı V	4.319	12,7	9,6	8,1	4,9	-9,0%	-22,5%	75,8%	60,6%	(0,59)
GENIL	Gen İlaç	8.184	14,7	2,0	13,8	5,2	145,1%	220,0%	13,5%	37,8%	(0,28)
MEDTR	Meditera Tıbbi I	3.829	17,6	5,8	12,6	6,5	119,3%	160,2%	33,0%	51,3%	(0,50)
RTALB	RTA Laboratuv	408	8,4	1,5	2,8	1,0	47,6%	-42,7%	17,6%	36,0%	0,09
TRILC	Türk İlaç Serum	2.023	66,1	2,8	155,9	5,9	721,7%	-70,4%	4,3%	3,8%	0,82
Ortalama		3.752	13,4	2,1	11,5	3,0	204,9%	48,9%	28,8%	0,4	-0,1
Medyan		**3.829**	**13,7**	**2,0**	**12,6**	**3,0**	**119,3%**	**-22,5%**	**17,6%**	**0,4**	**-0,3**
Minimum		408	8,4	1,5	2,8	1,0	-9,0%	-70,4%	4,3%	0,0	-0,6
Maksimum		8.184	66,1	9,6	155,9	6,5	721,7%	220,0%	75,8%	0,6	0,8
Oncosem		**1.126**	**13,7**	**7,1**	**12,6**	**13,1**	**61,7%**	**126,5%**	**57,4%**	**0,1**	**0,1**

BIST Sınai Endeksi							Net Satış Artışı	EBITDA Artışı	2022/06	2022/06	2022/06
BIST Kodu	Şirket Adı	PD (MilyonTL)	EV/ EBITDA 2022/06	EV/ Satışlar 2022/06	F/K 2022/06	PD/DD 2022/06	2019-2021 YBBO(%)	2019-2021 YBBO(%)	EBITDA Marjı	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
Ortalama		8.082	12,7	1,9	12,8	2,7	46,3%	99,6%	18,5%	1,5	0,5
Medyan		**1.990**	**10,6**	**1,7**	**10,6**	**2,7**	**40,5%**	**54,8%**	**17,1%**	**1,0**	**0,3**
Minimum		104	(708,5)	(0,6)	(1.095,6)	(11,8)	-21,5%	-84,8%	-45,1%	-23,6	-10,2
Maksimum		131.837	2.735,8	21,7	526,2	82,1	378,8%	1574,2%	75,8%	27,1	8,8
Oncosem		**907**	**10,6**	**5,8**	**10,6**	**10,5**	**61,7%**	**126,5%**	**57,4%**	**0,1**	**0,1**

İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Çarpan Değerlemesi

Çarpan değerlemesine nihai değerde %20 ağırlık verilmiştir

EV/EBITDA ve F/K çarpanı kullanılmıştır. EV/EBITDA ve F/K çarpanlarının diğer çarpanlara göre üretici şirketlerini daha doğru fiyatladığını düşünmekteyiz. EV/Satış ve PD/DD çarpanları şirketlerin özsermaye karlılıkları ve EBITDA marjlarına farklılık gösterebilmektedir. F/K ve EV/EBITDA çarpanları ise doğrudan karlılık ile ilişki kurarak şirketleri değerlediği için piyasa çarpanlarından değer elde edilirken EV/EBITDA ve F/K çarpanı dikkate alınmıştır. Uluslararası çarpanlar haricinde tüm bölümlerde 2022/06-4Ç EBITDA ve 2022/06-4Ç Net Kar verisine göre çarpan değerlemesi yapılmıştır. Uluslararası çarpanlarda ise cari çarpanların yanı sıra EV/EBITDA22T çarpanı da değer tespitinde göz önünde bulundurulmuştur. Yurtdışı çarpanlarda cari EV/EBITDA ve EV/EBITDA22T çarpanlarına %25'şer; F/K çarpanına %50 ağırlık verilirken diğer örneklemlerde EV/EBITDA ve F/K çarpanlarına %50'şer ağırlık verilmiştir.

Mn TL	Değer
Oncosem EBITDA 2022/06 4Ç	**91**
Yurtiçi Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x)	13,7
Yurtiçi Benzer Şirketleri EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	**1.250**
Oncosem Net Borç 2022/06	9,4
Yurtiçi Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	**1.241**
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
Mn TL	**Değer**
Oncosem Net Kar 2022/06 4Ç	**80**
Yurtiçi Benzer Şirketler Medyan F/K (x)	12,6
Yurtiçi Benzer Şirketleri F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	**1.011**
F/K (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
Yurtiçi Benzer Şirketlerden Gelen Nihai Piyasa Değeri	1.126

Mn TL	Değer
Oncosem EBITDA 2022/06 4Ç	**91**
BIST Sağlık Grubu Medyan EV/EBITDA (x)	9,4
BIST Sağlık Grubu Şirketleri EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	**855**
Oncosem Net Borç 2022/06	9
BIST Sağlık Grubu EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	**845**
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
Mn TL	**Değer**
Oncosem Net Kar 2022/06 4Ç	**80**
BIST Sağlık Grubu Medyan F/K (x)	12,0
BIST Sağlık Grubu F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	**963**
F/K (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
BIST Sağlık Grubundan Gelen Nihai Piyasa Değeri	904

İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Mn TL	Değer
Oncosem EBITDA 2022/06 4Ç	**91**
BIST Sınai Şirketleri Medyan EV/EBITDA (x)	10,6
BIST Sınai Şirketleri EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	**971**
Oncosem Net Borç 2022/06	9,4
BIST Sınai Şirketleri EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	**962**
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
Mn TL	**Değer**
Oncosem Net Kar 2022/06 4Ç	**80**
BIST Sınai Şirketleri Medyan F/K (x)	10,6
BIST Sınai Şirketleri F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	**852**
F/K (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
BIST Sınai Şirketleri Çarpanına göre Hesaplanan Nihai Piyasa Değeri	907

Mn TL	Değer
Oncosem EBITDA 2022/06 4Ç	**91**
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x)	12,2
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	**1.116**
Oncosem Net Borç 2022/06	9
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	**1.106**
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	25%
Mn TL	**Değer**
Oncosem EBITDA 2022T	**50**
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA 2022T (x)	9,2
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA 2022T (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	**464**
Oncosem Net Borç 2022/06	9
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA 2022T (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	**455**
EV/EBITDA 22T (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	25%
Oncosem Net Kar 2022/06 4Ç	**80**
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan F/K (x)	18,2
Yurtdışı Benzer Şirketler F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	**1.464**
F/K (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
Yurtdışı Benzer Şirketler Gelen Nihai Piyasa Değeri	1.122

İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Nihai Değer

348 mn TL iskonto sonrası halka arz piyasa değeri

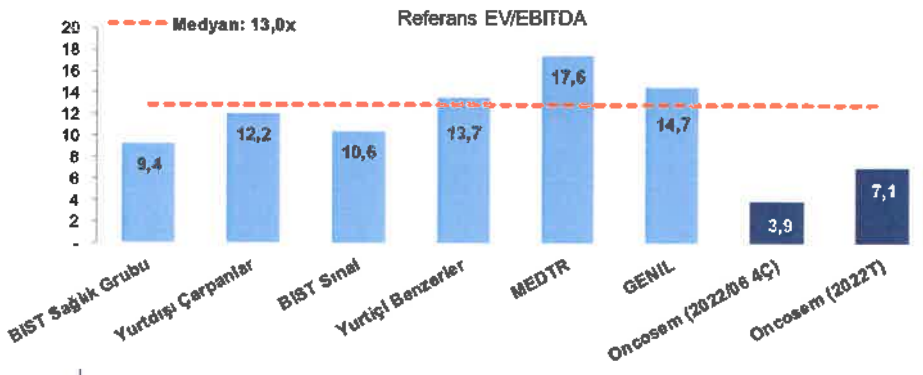
Halka arz piyasa değeri 2022/06 ve 2022 beklenen EBITDA verilerine göre sırasıyla 3,9x ve 7,1x EV/EBITDA çarpanlarına işaret etmektedir

3,9x 2022/06 EV/EBITDA. Şirket'in üretici olması sebebiyle sınai endeksi çarpanlarından değer bulunmasına rağmen ilgili yaklaşım nihai değerde dikkate alınmamıştır. Yurtdışı benzerlerden de bir değer tespiti yapılmakla birlikte tarihi olarak her zaman yurtdışı benzerlerin çarpanlarının yurtiçi benzerlerin üzerinde olması yurtdışı benzerlerden tespit edilen değerin nihai değerde kullanılmasının riskli olduğu anlamına gelmektedir. Yurtiçi benzerler örneklem olarak Sağlık Grubu örneklemine göre Şirket'e daha çok benzemesine rağmen muhafazakâr tarafta kalmak adına çarpanlarda Sağlık Grubu ve Sınai Endeksi'ne eşit ağırlık verilmiştir. Sağlık Grubu'nda yer alan hastanelerin büyüme potansiyelinin sınırlı olması değer çarpanlarını diğer sağlık grubu şirketlerine göre sınırlı kılmaktadır. İNA ise pandemik etkideki azalmayı değerde dikkate aldığı için değerlemede yeni normali yakalamak adına daha makul bir yaklaşım olarak görülmektedir. Sonuç olarak İNA yaklaşımına %80; piyasa çarpanlarına ise %20 ağırlık verilerek nihai değer tespit edilmiştir. Son 4 çeyrek EBITDA'nın oldukça yüksek olması ve son dönemde yükselen borsa çarpanları nedeniyle çarpan değerlemesi İNA'da belirlenen değerin üzerindedir. İNA ise test kiti satışlarındaki normalizasyonu dikkate aldığı için değerlemede daha yüksek ağırlığa tabi tutulmuştur. Geleneksel değerleme metodolojilerine göre pay değerini belirlerken elde edilen değere %19 halka arz iskontosu uygulanmıştır. ***Halka arz iskontosu öncesi 428 mn TL adil piyasa değeri elde edilirken, iskonto sonrası 348 mn TL değere ulaşılmıştır. Ulaşılan pay başı değer ise 17,5 TL'dir.***

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
Metodolojiler			
İNA	308	80%	15,49
Sınai Endeksi	907	10%	45,60
Sağlık Grubu	904	10%	45,43
Yurtiçi Benzerler	1.126	0%	56,57
Yurtdışı Benzerler	1.122	0%	56,38
Halka Arz Piyasa Değeri	428	100%	21,50
Halka Arz İskontosu	*-19%*		
Nihai Değer	348		17,50

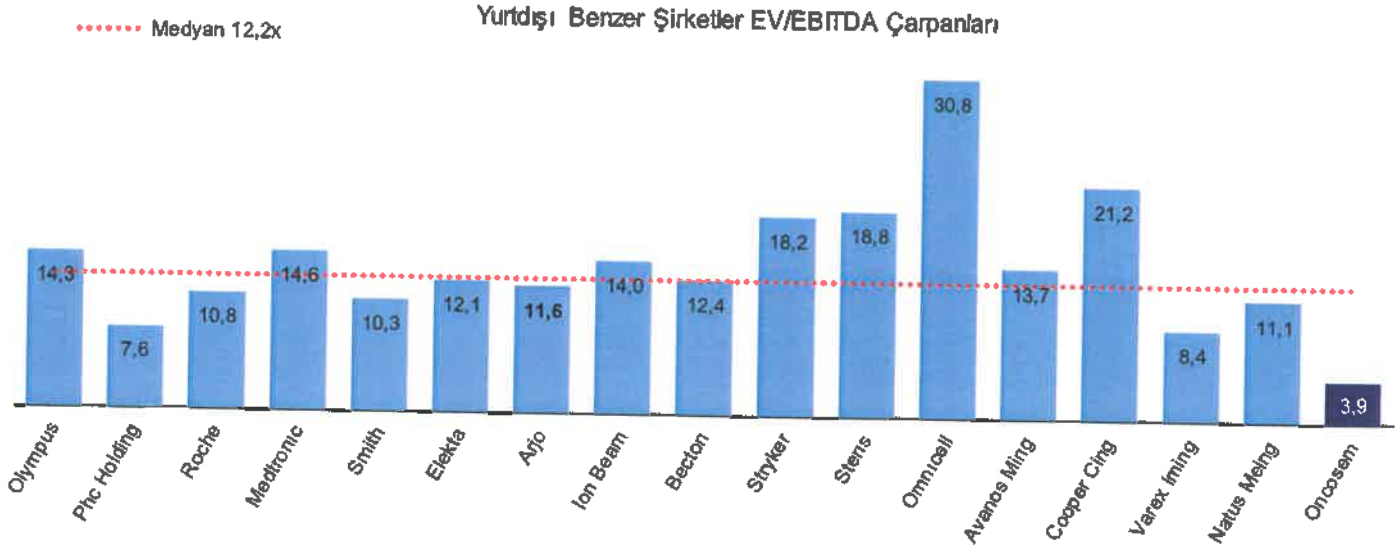
Değer Çarpanları	2022-06	2022T
EV/EBITDA	3,9	7,1
F/K	4,3	m.d.
EV/Net Satış	2,2	2,4
PD/DD	4,0	m.d.

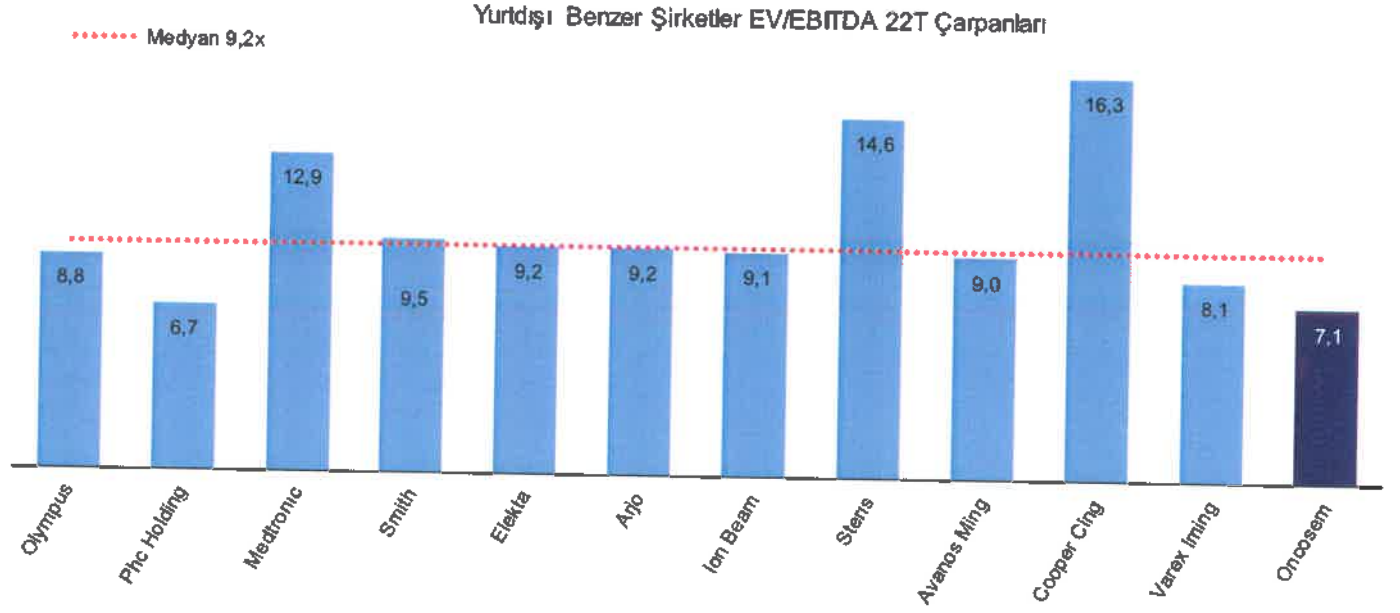
Grafik: 6 Ulaşılan halka arz değeri mevcut karlılık seviyesinde referans değerlerin altındadır...

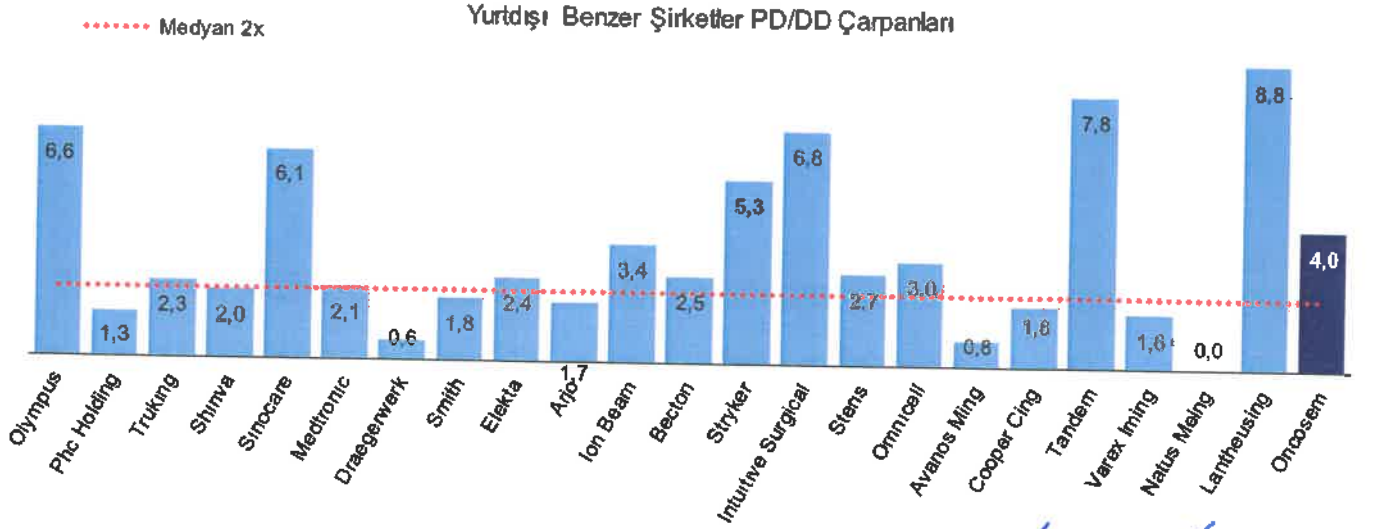


Kaynak: Bloomberg & Finnet

İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

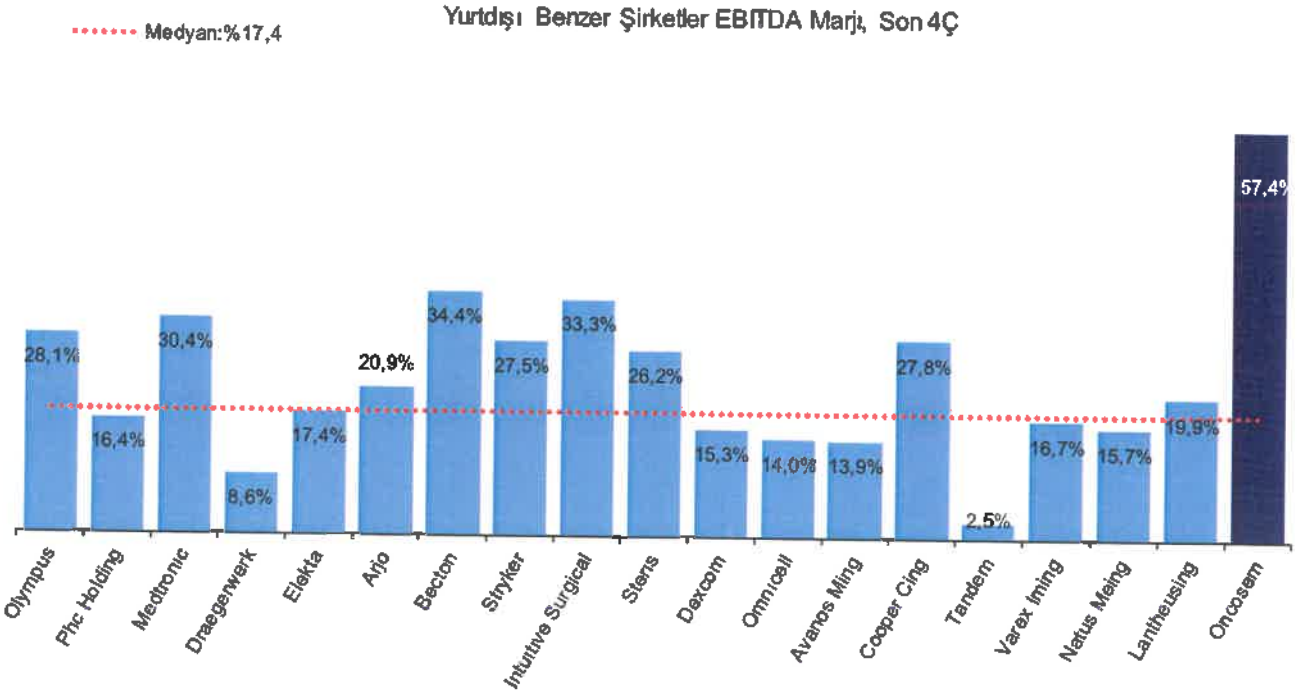




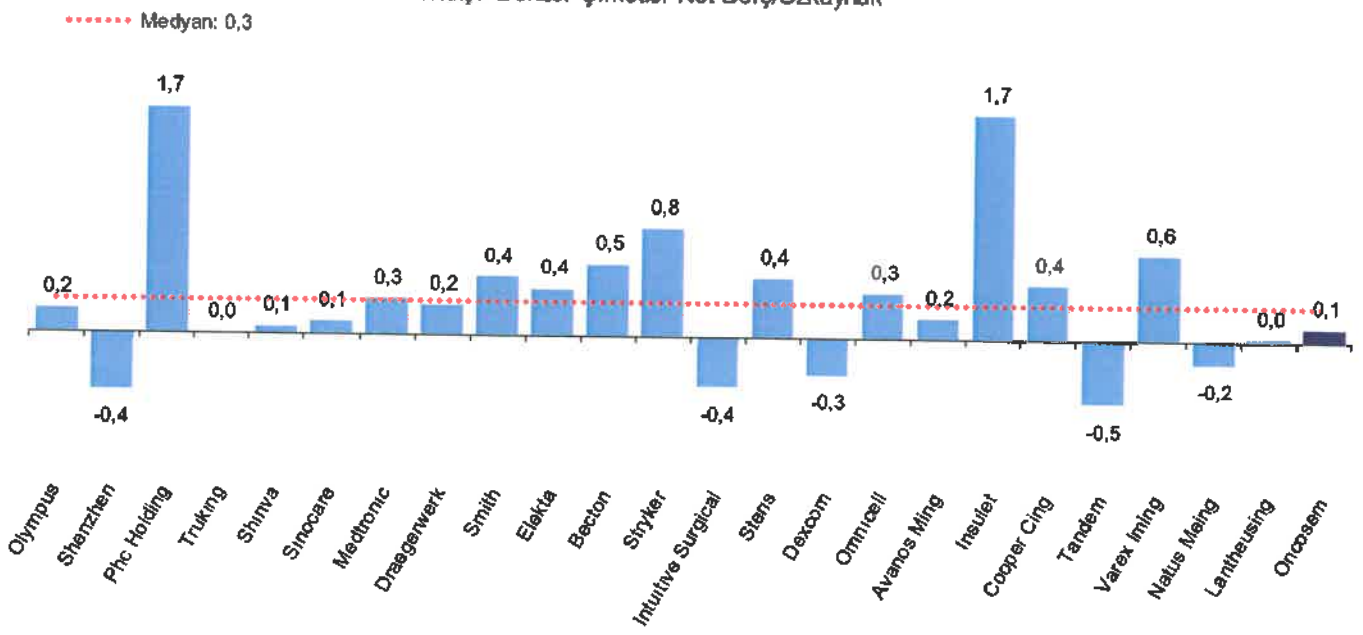


İNFO
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Yurtdışı Benzer Şirketler EBITDA Marjı, Son 4Ç



Yurtdışı Benzer Şirketler Net Borç/Özkaynak



İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.S.

Sektör

2008 ekonomik krizinden sonra sağlık harcamalarının GSYH'den aldığı pay mukayesen daha durağan bir görünüm sergiledi

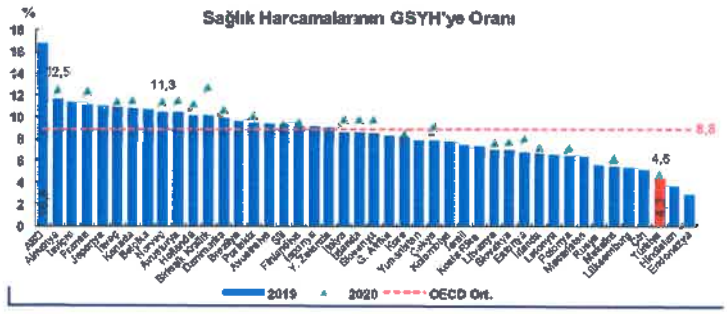
ABD ve Almanya'dan sonra, Fransa, Kanada, Japonya ve Birleşik Krallık da dâhil olmak üzere on yüksek gelirli ülkeden oluşan bir grup, GSYH'lerinin %10'undan fazlasını sağlık hizmetlerine harcadı

2015-2019 yılları arasında OECD ülkeleri genelinde kişi başına sağlık harcaması ortalama %2,7 artış göstermiştir

Sağlık Sektörünün Küresel Görünümü. Canlıların yaşamını sağlıklı bir şekilde sürdürebilmesi ve yaşam kalitesinin artırılmasında sağlık sektörünün önemi oldukça büyüktür. Artan nüfus, ortalama yaşam süresindeki artış, sosyal devlet kavramının gittikçe önem kazanması ve artan yaşam kalitesi ile birlikte sağlık endüstrisi büyümeye devam ediyor. Sağlık hizmetleri harcamaları, ülkelerin sosyal ve ekonomik konjonktürlerine göre değişiklik göstermektedir. 1990 ve 2000'lerin başında, OECD ülkelerinin sağlık harcamalarının GSYH'ye oranında sürekli bir artış görülmüştür. Bununla birlikte, COVID-19 krizinin ekonomik aktiviteyi ciddi şekilde yavaşlatması ve sağlık harcamalarının artma eğilimi göstermesi nedeniyle sağlık harcamalarının GSYH'ye oranında önemli bir değişim gerçekleşebilir. ABD, sağlık hizmetlerinde açık ara en çok harcama yapan ülke konumunda olup GSYH'den aldığı pay %16,8 oranındadır. ABD'yi %12,5 ile Almanya ve %11,3 ile İsviçre takip etmektedir. Meksika, Türkiye, Çin, Endonezya ve Hindistan gibi bazı ülkeler milli gelirlerinin %6'sından daha azını sağlık endüstrisine harcadı. Pandemiden en ciddi şekilde etkilenen ülkeler, sağlığa tahsis edilen GSYH payında benzeri görülmemiş artışlar kaydetti.

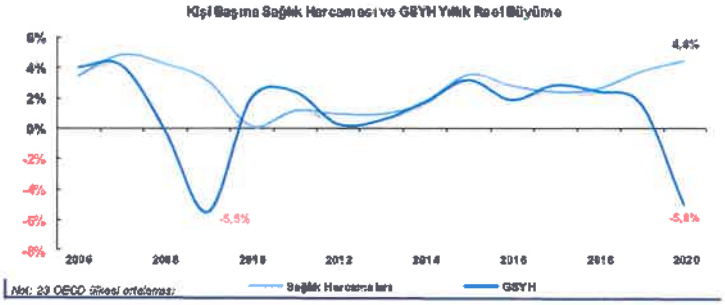
Kişi Başına Düşen Sağlık Harcaması. Ülkelerin sağlık harcamalarının mukayese edilebilmesi bakımından en çok kullanılan göstergelerden birisi de kişi başına düşen sağlık harcaması indikatörüdür. OECD ülkelerinin ortalama kişi başı sağlık harcaması 4.000 SGP* USD'nin üzerinde olmakla birlikte kişi başına yaklaşık 11 bin SGP USD ile ABD, 7 bin SGP USD ile İsviçre, 6,7 bin USD ile Norveç en çok harcamayı yapan ilk üç ülke oldu. Türkiye'nin kişi başına düşen sağlık harcamaları, ilgili dönem için 1.267 USD ile OECD ortalamasının oldukça altında gerçekleşmiştir. OECD ülkelerinin ortalamada %76'sı zorunlu sağlık sigortası yaptırırken Türkiye'de bu oranı %78 olarak gerçekleşmiştir. Küresel pandemi ortamı ve çeşitli salgın hastalıkların gündeme gelmesi ile birlikte kişi başına sağlık harcamalarının 2020-2021 yılları için keskin bir artış yaşaması kuvvetle ihtimal iken nominal tutarın devamındaki yıllarda da bir süre kalıcı olacağını söylemek yanlış olmaz.

Covid 19 salgınına rağmen 2020 'de sektör üretiminde %10,4'lük artış...



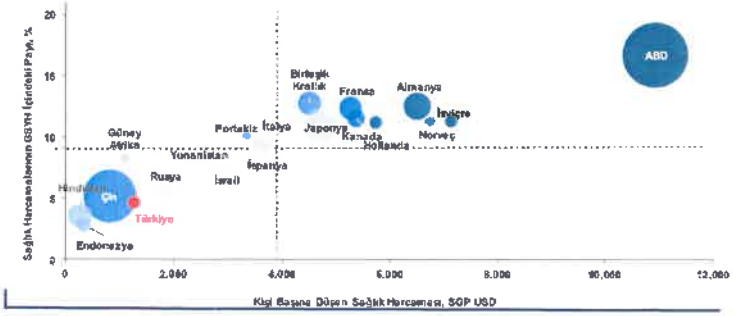
Kaynak: OECD - Sağlık İstatistikleri 2021, DSÖ Küresel Sağlık Harcamaları Verileri

Son 15 yılda kişi başına sağlık harcaması ve milli gelirlerdeki eğilimlerin analizi, 2008'deki ekonomik kriz ve 2020'de Covid-19'un şokunu açıkça göstermektedir.



Kaynak: OECD - Sağlık İstatistikleri 2021, https://stats.oecd.org/

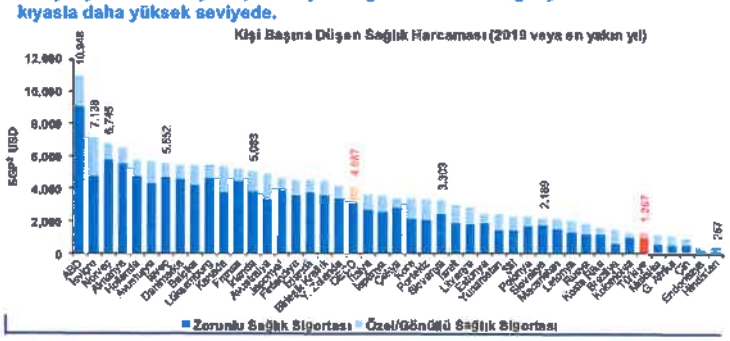
OECD ülkeleri arasında kişi başına düşen sağlık harcaması ve sağlık harcamasının GSYH'ye oranı sıralamasında Türkiye son sıralarda yer almıştır.



- *Grafikte OECD dışı birkaç ülke yer almaktadır.*
- *Balonun büyüklüğü, ilgili ülkenin USD bazlı GSYH'sini göstermektedir.*
- *Grafik üzerinde yer alan yatay ve dikey kesikli çizgiler, eksene denk gelen ilgili verinin OECD ülkeleri ortalamasıdır.*

Kaynak: OECD, World Bank, İnfo Yatırım

Gelişmiş ülkelerin kişi başına düşen sağlık harcamaları gelişmekte olan ülkelere kıyasla daha yüksek seviyede.



[1] *OECD Tahminleri*
[2] *Satın Alma Gücü Pariteşi*
Kişi başına düşen sağlık harcamaları hesaplamalarında kıyaslanabilirlik açısında toplam sağlık harcamalarından yatırımlar düşülerek cari sağlık harcamaları üzerinden hesaplama yapılmaktadır.

* *SGP USD: Satın alma gücü paritesine göre hesaplanmış ABD Doları. Ülkeler arasındaki harcama düzeylerini karşılaştırmak için kişi başına sağlık harcamaları ortak bir para birimine (ABD doları) dönüştürülür ve ulusal para birimlerinin satın alma gücündeki farklılıkları hesaba katacak şekilde ayarlanır.*

Sektör

Mevcut durumda demografik yapı, sağlık turizmi ve iç talepteki artış, sağlık sektörünün büyüyeceği yönündeki beklentileri kuvvetlendirmektedir

Hanehalkı cepten sağlık harcamasının toplam içindeki payı %16,0 oldu

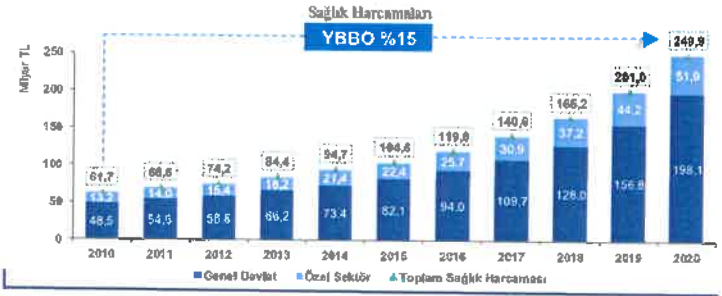
Türkiye'de Sağlık Sektörü. TÜİK verilerine göre Türkiye'de toplam sağlık harcaması 2020 yılında bir önceki yıla göre %24,3 artarak 249 milyar 932 milyon TL'ye yükseldi. Genel devlet sağlık harcaması %26,3 artarak 198 milyar 62 milyon TL'ye ulaştı. Özel sektör sağlık harcaması ise %17,3'lük bir artış oranı ile 51 milyar 869 milyon TL olarak tahmin edildi. Genel devlet sağlık harcamasının toplam sağlık harcamasına oranı 2020 yılında %79,2, özel sektör sağlık harcamasının ise %20,8 olarak gerçekleşti. Cari sağlık harcaması 2020 yılında bir önceki yıla göre %23,8 artarak 233 milyar 62 milyon TL'ye yükseldi. Sağlık harcamaları kapsamındaki yatırımlar %31,9 artarak 16 milyar 870 milyon TL'ye ulaştı. Toplam sağlık harcamasının sağlık hizmeti sunucularına göre dağılımı incelendiğinde, ilk üç sıra 2020 yılında da değişmedi. Sağlık hizmetleri ve ürünleri satın almak için başvurulan sağlık kurumları içerisinde en büyük payı 2020 yılında %49,4 ile hastaneler oluşturdu. Hastaneleri sırasıyla %25,2 ile perakende satış ve diğer tıbbi malzeme sunanlar ve %10,3 ile ayakta bakım sunanlar izledi.

2025 yılında Türkiye'de 490 milyar TL sağlık harcaması beklenmekte. Fitch Solutions, 2025 yılı için Türkiye'de sağlık harcamalarının 490 milyar TL'ye, kişi başına sağlık harcamasının 5,6 bin TL'ye, toplam sağlık harcamalarının GSYH'den aldığı payın %5,8'e yükseleceğini, kamunun sağlık harcamalarındaki payının da %78,1'e gerileyeceğini tahmin etmektedir.

	2019	2020	2025T
Toplam Sağlık Harcaması (Milyar TL)	201	250	490
Kişi Başına Düşen Sağlık Harcaması (Bin TL)	2,4	3,0	5,6
Sağlık Harcamalarının GSYH Payı	%4,7	%5,0	%5,8
Kamunun Sağlık Harcamalarındaki Payı	%78,0	%79,2	%78,1
Sağlık Personeli (Milyon)	1,0	1,1	m.d.
Hastane Sayısı (2018-2019 yılları)	1.534	1.538	m.d.

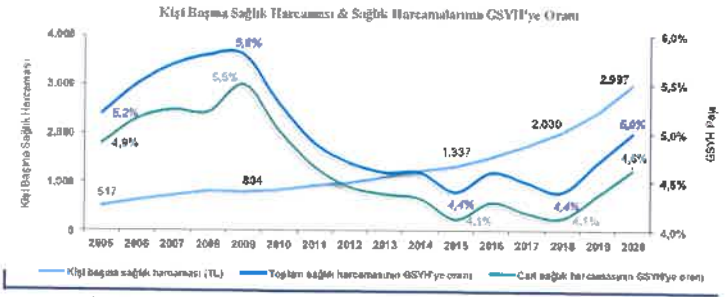
Kaynak: TÜİK, T.C. Sağlık Bakanlığı, Fitch Solutions Turkey Pharmaceuticals and Healthcare Report Q2 2021, Deloitte Tıbbi Cihaz Sektörü, İnfo Yatırım
T: Tahmini, m.d.: Mevcut Değil

2010-2020 yılları arasında sağlık endüstrisi harcamaları yıllık bileşik büyüme oranı %15 olarak gerçekleşmiştir.



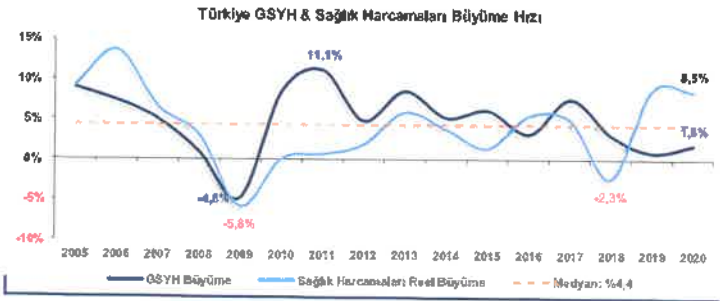
Kaynak:TÜİK Sağlık Harcamaları İstatistikleri, 2020

Kişi başına sağlık harcaması sürekli artış gösterirken sağlık sektörünün milli gelirden aldığı pay dalgalı bir seyir izlemiştir.



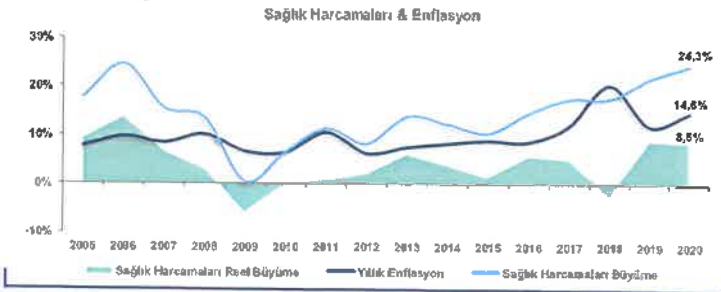
Kaynak: TÜİK, İnfo Yatırım

2008 Küresel Ekonomik Krizinde daralan sağlık endüstrisi, pandeminin gölgesinde geçen 2020 yılında %8,5 büyümüştür.



Kaynak: TÜİK, İnfo Yatırım

Sağlık harcamalarındaki yıllık artış, 2008 Küresel Ekonomik Kriz ve 2018 Türkiye Döviz ve Borç Krizinde enflasyonun altında, diğer yıllarda enflasyonun üzerinde bir artış sergilemiştir.



Kaynak: TÜİK, İnfo Yatırım,
Sağlık Harcamaları Reel Büyüme: Enflasyondan arındırılmış büyüme.

İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Sektör

Yüksek katma değerli bir sanayi kolu olarak sağlık endüstrisinin önemli bir girdisini oluşturan tıbbi cihaz sektörü, yarattığı ekonomik değerle ülkelerin gündeminde stratejik olarak yer almaktadır

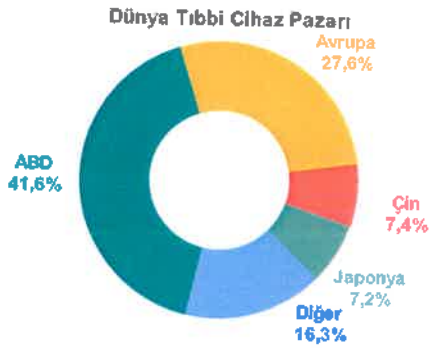
Küresel tıbbi cihaz sektörü 2021 yılında 455,3 milyar USD'lik büyüklüğe ulaşmıştır

Türkiye'nin tıbbi teknoloji sektöründe yaklaşık 50 binden fazla kişiyi doğrudan istihdam ettiği tahmin edilmektedir

Tıbbi Cihaz Pazarının Küresel Görünümü. Tıbbi cihaz, üreticisi tarafından özellikle teşhis veya terapötik amaçlı kullanılmak üzere tasarlanan ve doğru uygulanması için gerekli olan yazılım da dahil olmak üzere, tek başına veya kombinasyon halinde kullanılan herhangi bir cihaz, alet, yazılım, materyal veya başka bir üründür. Tıbbi Cihaz Sektörü şırıngadan, tomografi cihazına, biyoenformatik ya da mühendislik ürünü hücrelerden oluşan cihazlara kadar çok çeşitli ürün gruplarını ve teknolojileri içeren bir sektördür ve kapsamı ülkeden ülkeye değişiklik gösterebilmektedir. Fortune Business verilerine göre küresel tıbbi cihaz sektörü 2020 yılında 432,2 milyar USD, 2021 yılında 455,3 milyar USD'lik büyüklüğe ulaşmıştır.

Pazarın En Büyük Ortağı ABD. MedTech Europe verilerine göre 2020 yılında tıbbi cihaz pazarının %41,6'sını ABD, %27,6'ını Avrupa, %7,4'ünü Çin, %7,2'sini Japonya oluşturmaktadır. ABD'den sonra en yüksek payı alan Avrupa pazarının sektör lideri, tek başına %7,1 pay alan Almanya olmuştur.

Sektör İstihdamı. Medtech Europe verilerine göre Türkiye'nin tıbbi teknoloji sektöründe yaklaşık 50 binden fazla kişiyi doğrudan istihdam ettiği tahmin edilmektedir. Benzer piyasa dinamiğine sahip Avrupa ülkeleri ile yakınsayan istihdam, kişi başına düşen çalışan sayısı olarak hesaplandığında gelişmekte olan pazar olarak değerlendirilmektedir. Almanya'da tıbbi teknoloji sektöründe istihdam sayısı 210 bin kişi, İngiltere'de 103 bin kişi, Fransa'da 89 bin kişi olduğu tahmin edilmektedir.



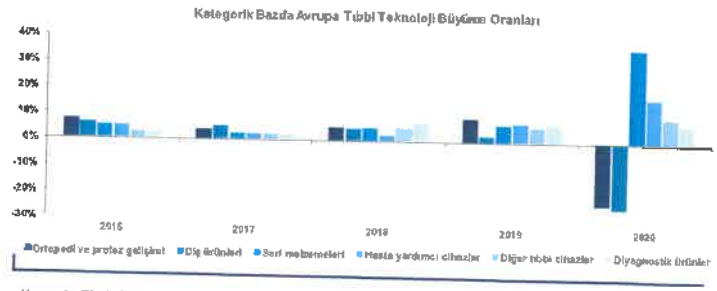
Avrupa tıbbi cihaz pazarı, Covid 19 etkilerinin en şiddetli hissedildiği yıl olan 2020'de %9 büyüme göstermiştir.

Kaynak: Fitch Solutions, 2021, Worldwide Medical Devices Market Factbook 2020

	Pazar büyüklüğü YBBO*, 2015 – 20	Pazar büyüklüğü, milyon $	Kişi başına düşen Pazar büyüklüğü, $	Pazar Payı	Pazar büyüklük tahmini YBBO* 2020-25	İhracatın dünya talebini karşılama oranı	İhracatın sektör ihalatını karşılama oranı	İthalatın ülke talebini karşılama oranı
Polonya	9,90%	3.057	80,77	0,7%	10,5%	0,8%	116%	95,0%
Avusturya	6,40%	2.787	309,5	0,7%	6,5%	0,5%	95%	91,0%
İsveç	4,30%	2.700	267,36	0,6%	6,5%	0,4%	84%	77,0%
Tayvan	7,10%	2.664	111,85	0,6%	7,2%	0,3%	50%	78,0%
Türkiye	1,10%	2.456	28,12	0,6%	-4,8%	0,2%	46%	86,0%
Danimarka	11,10%	2.272	392,3	0,5%	5,9%	0,5%	121%	78,0%
Macaristan	22,40%	2.155	223,14	0,5%	-6,5%	0,4%	68%	87,0%
Suudi Arabistan	-0,40%	2.008	57,63	0,5%	4,3%	0,0%	0%	92,0%
İsrail	9,30%	1.723	199,06	0,4%	6,8%	0,6%	190%	82,0%
Norveç	5,50%	1.663	304,84	0,4%	6,4%	0,1%	28%	85,0%

Kaynak: Deloitte Sağlığın dinamosu: Türkiye tıbbi teknoloji ve cihaz sektörü
**YBBO hesaplaması USD cinsinden yapılmıştır.*

Covid 19 salgını nedeniyle AB ülkelerinde elektif (isteğe bağlı) ameliyatların ertelenmesi, ortopedi diş hekimliği alanında hasta bakımının ertelenmesine neden oldu.



Kaynak: Fitch Solutions, 2021, Worldwide Medical Devices Market Factbook 2020

Sektör

Türkiye'de tıbbi cihaz pazarı son beş yılda yaklaşık 3 kat büyüme kat etmiştir

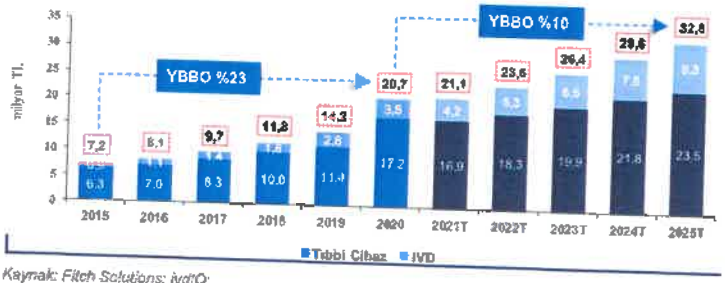
ABD, Avrupa ve Uzak Doğu ülkeleri tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de ithalatın neredeyse tamamını tedarik etmektedir

Türkiye'de Tıbbi Cihaz Pazarı. 2020 yılında tıbbi cihaz pazarı 17,2 milyar TL büyüklüğe ulaşmıştır. Cari büyümenin büyük bölümü TL üzerindeki enflasyondan kaynaklanmıştır. Özellikle pandemi sürecinin başında sağlık kuruluşlarında önceliklendirilmeyen işlemlerin ertelenmesi, tüm kategorilerde talep baskılanması oluşturarak satışları olumsuz etkilemiştir. Covid-19 sürecinde ertelenen sağlık taleplerine rağmen sektör USD bazında %22 büyümüştür. 2015-2020 yıllarında pazarın YBBO TL bazlı %22,2, USD bazlı %0,9 oranındadır.

Dış Ticaret Verileri. Türkiye tıbbi cihaz ihracatı 2020 yılında yıllık %35 büyüme ile 933 milyon USD olarak gerçekleşmiştir. İhracatın kırılımı incelendiğinde en yüksek payı %43 ile diğer tıbbi cihazlar, %31 ile sarf malzemeleri almıştır. Sektör ihracatı yoğunlukla Avrupa, Çin ve komşu ülkelere yapılmaktadır. Türkiye tıbbi cihaz ithalatı 2020 yılında, yıllık %22 büyüme ile 2.080 milyon USD olarak gerçekleşmiştir.

Pazar, son 5 yılda reel olarak %48,8 büyümüş olup kurda yaşanan artış sebebiyle USD bazında ise ancak %5,5'lik büyüme gösterebilmiştir.

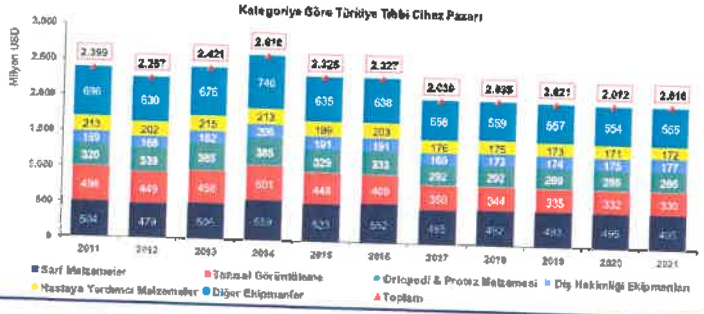
Türkiye'de Tıbbi Cihaz Pazarı Büyüklüğü



Kaynak: Fitch Solutions; IVdO;
IVD: InVitro tıbbi tanı cihazları

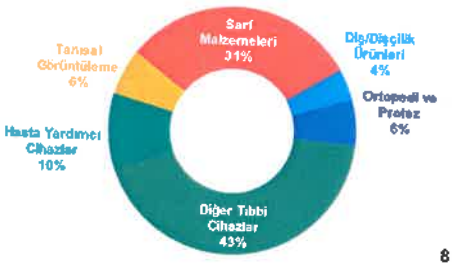
Kurda yaşanan artışlar, yurt içi pazarda USD bazlı geliri baskılamıştır.

Kategoriye Göre Türkiye Tıbbi Cihaz Pazarı

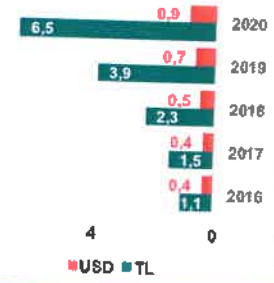


Kaynak: T.C. Kalkınma Bakanlığı, On Birinci Kalkınma Planı - Sağlık Endüstrilerinde Dönüşüm

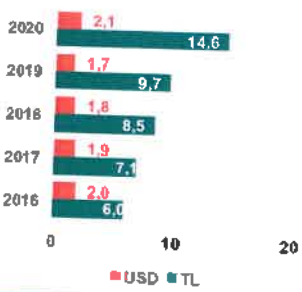
2020 Tıbbi Cihaz İhracatı Kırılımı



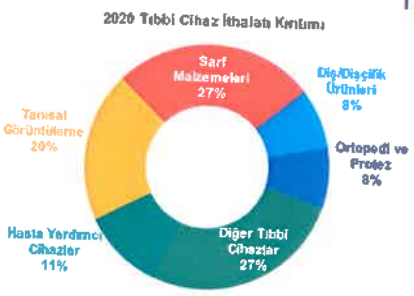
Tıbbi Cihaz İhracatı (milyar)



Tıbbi Cihaz İthalatı (milyar)



2020 Tıbbi Cihaz İthalatı Kırılımı



Kaynak:Fitch Solutions

İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Sektör

Elektronik Kamu Alımları Platformu (EKAP) verilerine göre; 2019 yılında yapılmış olan kemoterapi ile ilgili ihalelerin yaklaşık %32'sini, 2020'de %18'ini, 2021'de ise %48'ini Grup kazanmıştır.

Dünya'da her 5 kişiden biri yaşamı boyunca kansere yakalanmaktadır.

2018 yılına kıyasla Türkiye nüfusu %2,96 artış gösterirken yeni vaka sayısı %11,07 oranında yükselmiştir. DSÖ tarafında 2040 yılında ise Türkiye nüfusunda 2020'ye kıyasla %11,6 artış olacağı, yeni kanser vaka sayısında ise %68 artış olacağı tahmin edilmiştir.

Dünyada ve Türkiye'de Kanser. Dünya Sağlık Örgütü'nün (DSÖ) bir alt kuruluşu olan Uluslararası Kanser Araştırma Ajansı (IARC), 2020'de küresel kanser yüküne ilişkin yayınladığı tahminlerine göre küresel kanser yükünün 2020 yılında 19,3 milyon yeni vakaya ve 10 milyon yaşam kaybına yükseldiği bildirilmiştir. 2040 yılında ise Dünya genelinde yaklaşık 30,2 milyon, Türkiye genelinde 393 bin yeni kanser vakası olacağı öngörülmektedir. Bu sayı 2020 yılındaki yaklaşık 19,3 milyon vaka sayısında %56'lık bir artışa karşılık gelmektedir. 2020 yılında dünyada en yüksek yeni vaka sayısı 4,6 milyon yeni vaka ile Çin'de gerçekleşirken Türkiye'de yeni vaka sayısı 233.834 kişi olarak gerçekleşmiş olup 15. Sırada yer almıştır. Türkiye nüfusu 84 milyon iken yıllık yeni kanser vaka sayısı 233.834, kansere bağlı yaşam kaybı sayısı 126.335 olarak bildirilmiştir. 2018 yılında Türkiye nüfusu 82 milyon iken, yeni vaka sayısı 210.537 ve kansere bağlı yaşam kaybı sayısı 116.710 olarak bildirilmiştir.

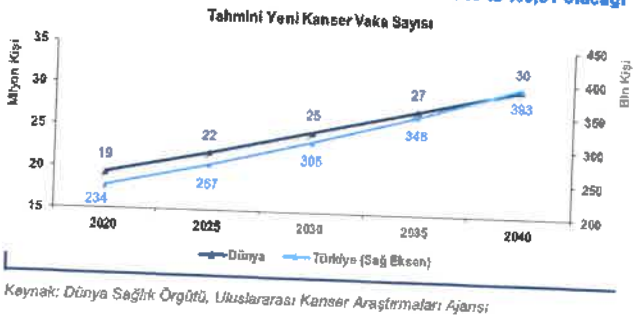
Sektördeki Konum. T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı'nın tıpta, cerrahide, dişçilikte veya veterinerlikte kullanılan başka yerde sınıflandırılmamış diğer araç ve gereçlerin imalatına yönelik faaliyet gösteren işletmeleri içeren, Oncosem adına düzenlemiş olduğu, 26.01.2022 tarihli rapor uyarınca Şirket, net satışlarına göre Türkiye genelinde sektöründe yer alan 350 işletme içerisinde 8.; çalışan sayısı açısından Türkiye genelinde sektöründe yer alan 311 işletme içerisinde 8., işletme aktif büyüklüğü açısından Türkiye genelinde sektöründe yer alan 373 işletme içerisinde 13. sırada bulunmaktadır. Aynı Başkanlığın Santek Sağlık adına da düzenlemiş olduğu tıbbi ürünlerin, araç ve malzemelerin bir ücret veya sözleşmeye dayalı olarak toptan satışını yapan aracıları içeren, 26.01.2022 tarihli rapor uyarınca, Santek Sağlık, net satışlarına göre; Türkiye genelinde sektöründe yer alan 1480 işletme içerisinde 31., çalışan sayısı açısından 1136 işletme içerisinde 3., işletme aktif büyüklüğüne göre 1648 işletme içerisinde 33. sırada bulunmaktadır.

Tahmini Nüfus & Yeni Kanser Vaka Sayısı

Kıtalar	Nüfus		Yeni Kanser Vakası		Nüfus Değ.	Yeni Vaka Sayısı Değ.
	2020	2040	2020	2040		
Afrika	1.340.598.085	2.076.749.596	1.109.209	2.097.365	54,9%	89,1%
Asya	4.639.847.461	5.187.624.848	9.503.710	15.130.778	11,8%	59,2%
Türkiye	*84.339.067*	*94.131.585*	*233.834*	*392.787*	*11,6%*	*68,0%*
Avrupa	748.843.406	729.134.396	4.398.443	5.323.141	-2,6%	21,0%
Latin Amerika ve Karayipler	653.962.332	742.347.832	1.470.274	2.435.315	13,5%	65,6%
Kuzey Amerika	368.869.644	410.177.116	2.556.862	3.525.597	11,2%	37,9%
Okyanusya	42.677.809	52.813.578	254.291	375.744	23,7%	47,8%
Toplam	7.794.798.737	9.198.847.366	19.292.789	28.887.940	18,0%	49,7%

Kaynak: Dünya Sağlık Örgütü, Uluslararası Kanser Araştırmaları Ajansı

Türkiye genelinde 2020 yılında yeni kanser vakasının toplam nüfusa oranı %0,28 oranında iken 2040'ta %0,42 olacağı tahmin edilmektedir. Dünya genelinde ise 2020'de bu oran %0,25 iken 2040'ta %0,31 olacağı



Kaynak: Dünya Sağlık Örgütü, Uluslararası Kanser Araştırmaları Ajansı

24.10.2022
İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Kuruspo Mah. Cecidiyeköy Yolu Cad. No:14
Cecidiyeköy - Şişli / İSTANBUL
Tel: 0212 318 26 00 Fax: 0212 [illegible]
Vergi Kurumlar V.D. 478 003 [illegible]
Ticaret Sic. No: 478 003 7870 001

Murat TANRIÖVER
Yönetim Kurulu Üyesi

Hüseyin GÜLER
Genel Müdür Yardımcısı