



Eczacıbaşı İlaç - 1Y 2006 Sonuçları

AL

Hedef PD: 627 Mn US\$

Operasyonel Karlılık Sürüyor

Son finansal verilere göre Eczacıbaşı İlaç'ın 1Y2006 satışları 349 milyon US\$ olarak gerçekleşmiş ve şirketin cirosu geçen senenin aynı dönemine göre dolar bazında %3 oranında artış kaydetmiştir. Şirket satışlarının %96'ünü yurtiçi satışlar, %4'ünü ise ihracat oluşturmaktadır.

Geçmiş dönemde Türkiye'de yürürlüğe konan ve ilaç fiyatlarını AB ülkeleri içindeki en ucuz ilaç fiyatlarına endeksleyen yeni fiyat referanslaması sisteminin dövize endekli olması hammaddelerinin yaklaşık %65'ini yurtdışından ithal eden yerel ilaç şirketlerini döviz kurundaki dalgalanmalardan büyük ölçüde korumuş ve Eczacıbaşı İlaç'ın operasyonel karlılığının 2Ç 2006'da yaşanan döviz kuru artışlarından olumsuz etkilenmesini engellemiştir. Nitekim Eczacıbaşı İlaç'ın 1Y 2006 VAFÖK rakamı bir önceki yılın aynı dönemine göre %32 oranında artarak 50 milyon dolar seviyesinde gerçekleşmiştir.

Finansman Giderleri Karlılığı Olumsuz Etkiledi

Ancak U.V. borçlar/ özsermaye oranı %0.5 gibi çok düşük seviyede olan şirketin K.V. borçlar/ özsermaye oranı ise %32 seviyesindedir. Öte yandan 1Y 2006 verilerine göre döviz açık pozisyonu 166 milyon YTL seviyesinde olan şirketin finansal varlıkları da yüksek seviyesini koruyan şirketin finansman giderlerinin 30 milyon US\$ gibi yüksek bir seviyede gerçekleşmesi şirketin karlılığı üzerinde olumsuz etkiye bulunmaktadır. Finansman giderleri kalemini %76 oranında kur farkı giderleri, %15'lik kısmını ise bankalara olan borçların vade farkı ve kredi faizi giderleri oluşturmaktadır.

Sonuçta Eczacıbaşı İlaç'ın net kar rakamı finansman giderlerindeki artış nedeniyle güçlü operasyonel karlılığına rağmen 1Y 2006'da geçen yılın aynı dönemine göre ciddi oranda azalarak 0,3 milyon dolar seviyesinde gerçekleşmiştir.

Beklentiler

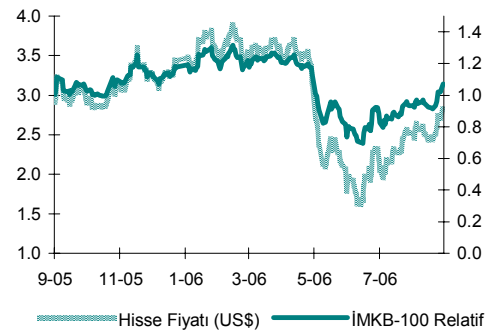
Uluslararası sağlık sektörü danışmanlık kurumu IMS'in tahminlerine göre Türkiyedeki ilaç sektörünün önümüzdeki beş yıllık dönemde ortalama bileşik büyüme oranının dolar bazında %13 olması beklenmektedir. Eczacıbaşı

	YTL	US\$
Fiyat	4.18	2.83
İMKB-100	37,173	25,181
US\$ (MB Alış):	1.476	
52 Hafta Yüksek:	5.10	3.89
52 Hafta Düşük:	2.70	1.62
İMKB Kodu:	ECILC	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	182.7
Piyasa Değeri (YTL Mn):	763.8
Piyasa Değeri (US\$ Mn):	517.4
Halka Açıklık Oranı (%):	31
Halka Açık PD (YTL Mn):	236.8
Halka Açık PD (US\$ Mn):	160.4

	S1A	S1Y	YB
YTL Getiri (%):	14.8	-3.7	10.6
US\$ Getiri (%):	12.8	-12.1	-0.1
İMKB-100 Relatif Getiri (%):	-22.6	0.6	0.7
Ort. İşlem Hacmi (YTL Mn):	4.70		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	3.36		

Beta	1.07
Yıllık Volatilite (Hisse)	0.52
Yıllık Volatilite (İMKB-100)	0.39



DEĞERLEME	2003	2004	2005	2005/06	2006/06
F/K	3.21	9.49	21.56	12.53	125.11
PD/DD	0.62	0.84	0.85	0.84	0.62
FD/VAFÖK	1.90	3.47	11.59	7.64	3.61
FD/Satışlar	0.40	0.55	0.98	0.87	0.52
Hisse Başına Kar (US\$)	1.62	0.19	0.15	0.27	0.00
Firma Değeri (US\$ Mn)	204	346	621	588	364
VAFÖK (US\$ Mn)	108	99	54	38	50

Eczacıbaşı İlaç

İlaç bünyesi içinde yer alan Eczacıbaşı Sağlık'ın Lüleburgaz'daki tesislerinde açılan ve 10 milyon US\$'a mal olan Sefalosporin tesisinin şirketin ihracatına büyük katkı sağlaması beklenmektedir. Bu tesiste kullanılan modern teknoloji sayesinde Amerika pazarında ruhsat almayı hedefleyen Eczacıbaşı İlaç 2007 yılından itibaren bu ülkeye ihracat yaparak ihracat rakamını yıllık 60 milyon US\$ seviyesine çıkartmayı planlamaktadır. Şirket bunun yanısıra ürün yelpazesi içindeki private label üretim payını arttırarak önümüzdeki 5 yıl içinde yıllık ortalama %10-15 ciro büyümesi hedeflemektedir. Yurtiçi piyasada %5'lik pazar payı ile dördüncü sırada olan Eczacıbaşı İlaç'ın önümüzdeki dönemde ilaç sektöründe gerçekleşmesini beklediğimiz konsolidasyon sürecinden pazar payını arttırarak çıkacağını düşünüyoruz. Pazar payı arttırma çalışmaları çerçevesinde 2005 yılında 40 adet yeni ürünü piyasaya süren Eczacıbaşı İlaç 2006 yılı boyunca 40 adet daha yeni ürünü piyasaya sunmayı planlamaktadır.

Bu verilerin ışığında 1Y 2006 karlılığı 2Ç 2006'da döviz kurunda gerçekleşen artış nedeniyle olumsuz etkilenen Eczacıbaşı İlaç'ın 3Ç 2006'dan itibaren operasyonel karlılığının yeniden net kar rakamlarına yansımaları bekliyor ve şirket için yıl sonu karlılık rakamımızı 30 milyon US\$ olarak revize ediyoruz.

Değerleme

Eczacıbaşı İlaç için yıllık %5 oranında ciro büyümesi varsayımı ile oluşturduğumuz İNA modeli şirketin ana operasyonu için 397 milyon US\$'lık bir değer vermektedir. Şirketin hedef piyasa değerini belirlemek için ana operasyonu için hesapladığımız bu değer üzerine iştiraklerinin net aktif değerlerini ekledik. Eczacıbaşı İlaç'ın bilanço dipnotlarında verilen bilgiye göre Levent Kanyon projesi kapsamında satışı sürdürülen ve inşaatı devam eden konutların teslimatı bilanço tarihi itibarıyla yapılmadığından, alıcılardan tahsil edilmiş olan satış hasılatı gelir olarak tanınmamış ve alınan kısa vadeli avanslar içerisinde muhasebeleştirilmiştir. Bu nedenle hesapladığımız İNA değerine henüz şirketin defter değerine yansımamış olan Levent Kanyon alışveriş merkezindeki %50'lik payı için 80 milyon US\$ ekledik. Şirketin Eczacıbaşı Holding'deki %37 oranındaki hissesine de muhafazakar varsayımlar altında 150 milyon US\$ değer biçerek bu rakamı da hedef değerimize ilave ettik .

Eczacıbaşı İlaç için bu değerleri toplayarak ulaştığımız 627 milyon US\$ seviyesindeki hedef piyasa değeri şirketin 11 Eylül 2006 kapanış piyasa değeri olan 517.4 milyon US\$'a göre %21 prim potansiyeline işaret etmektedir. Öte yandan sağlık ürünleri, ilaç ve kimyasal ürünler alanında büyümek için yabancı ortaklık planladığını açıklayan ve geçtiğimiz Temmuz ayında uluslararası yatırım bankası Merrill Lynch'i bu konuda yetkilendiren şirketin bu çalışmaların başarıya ulaşması durumunda ortaya çıkacak sinerji ile pazar payını daha da arttırması olasılığı bulunmakta ve bu durum şirket hakkında olumlu beklentilerimizi güçlendirmektedir. Tüm bu verilerin ışığında şirket için 1Ç 2006'da verdiğimiz AL önerisini 1Y 2006 için de koruyoruz.

İNA (US\$ Mn)	2006T	2007T	2008T	2009T	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	Terminal
VAFÖK	83	87	91	95	100	105	111	116	123	129	
Vergi	7	11	12	13	14	16	17	18	20	21	
Sabit Sermaye Yatırımları	28	32	35	37	40	43	46	49	53	56	
Net Çalışma Sermayesi Değişimi	15	18	19	20	22	23	24	25	27	28	
Serbest Nakit Akımları	32	26	25	24	24	24	23	23	23	23	23
İskonto Faktörü	1.14	1.31	1.49	1.71	1.95	2.23	2.54	2.91	3.32	3.80	0.09
İNA	28	20	17	14	12	11	9	8	7	6	264
Net Finansal Borçlar	30										
Özsermaye	704										
Borç %	0.04										
Özsermaye %	0.96										
Rf	0.09										
Beta	1.07										
Hisse Senedi Risk Primi	0.05										
Ke	0.14										
Vergi Oranı	0.20										
Kd*(1-Vergi Oranı)	0.12										
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	0.14										
Uzun Vadeli Büyüme Oranı	0.05										
İNA (2006-2015)	132										
Terminal İNA değeri	264										
Toplam	397										

BİLANÇO (US\$ Mn)	2003	2004	2005	2005/06	2006/06	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	147	190	207	189	187	(1)
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	12	18	26	22	23	3
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	113	134	429	358	332	(7)
Ticari Alacaklar	155	186	154	198	168	(15)
Hazır Değerler	33	22	14	12	19	60
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	70	90	139	140	172	23
Toplam Aktifler	530	640	969	919	901	(2)
Uzun Vadeli Borçlar	0	2	3	5	3	(37)
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	16	37	16	42	64	52
Kısa Vadeli Borçlar	140	111	203	155	191	23
Ticari Yükümlülükler	62	87	43	73	63	(13)
Toplam Yükümlülükler	218	238	265	274	321	17
Toplam Özsermaye	312	402	704	645	580	(10)
Toplam Pasifler	530	640	969	919	901	(2)

GELİR TABLOSU (US\$ Mn)	2003	2004	2005	2005/06	2006/06	%Değ
Net Satışlar	510	632	632	338	349	3
SMM	326	414	426	219	218	(1)
Faaliyet Giderleri	155	194	187	92	104	13
Ana Faaliyet Karı (Zararı)	29	23	20	27	27	(2)
Finansman Gelirleri (Giderleri)	(15)	(29)	0	4	(30)	(850)
Diğer Gelirler (Giderler)	62	56	11	0	12	2,876
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	76	50	31	32	9	(72)
Vergi Giderleri	17	15	3	7	9	27
Azınlık Payı	0	0	-	-	-	A.D.
Net Kar(Zarar)	59	35	27	25	0.3	(99)

FİNANSAL ORANLAR	2003	2004	2005	2005/06	2006/06
Özsermaye Karlılığı	31.6%	9.7%	5.0%	7.3%	0.1%
Aktif Karlılığı	17.1%	5.9%	3.4%	5.3%	0.1%
Brüt Kar Marjı	36.1%	34.4%	32.6%	35.2%	37.5%
Net Kar Marjı	11.6%	5.5%	4.3%	7.3%	0.1%
VAFÖK Marjı	21.1%	15.7%	8.5%	11.4%	14.5%
U.V. Borçlar/Özsermaye	0.0%	0.6%	0.4%	0.7%	0.5%
Satışlar/Toplam Aktifler	96.2%	98.8%	65.3%	73.7%	77.4%

Araştırma Müdürü: Mutlu Köseahmetoğlu

Araştırma Uzmanı: Soner Akın

Alan Yatırım Menkul Değerler A.Ş.: Nispetiye Cad. Akmerkez E-3 Blok Kat:12 34337 Etiler-İstanbul

Santral: 0 212 350 08 00

E-mail: arge@alanyatirim.com.tr

Bu çalışmada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan Seri:V, No:55 sayılı "Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine İlişkin ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" çerçevesinde aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada ulaşılan sonuçlar tercih edilen hesaplama yöntemi ve/veya yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup, mali durumunuz ile risk getiri tercihlerinize uygun olmayabileceğinden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi sağlıklı sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan her türlü haber, veri, bilgi, rapor, araştırma bulgusu, görüş ve öneriler, Alan Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, piyasa koşulları içerisinde ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan yararlanılarak, herhangi bir maddi manevi menfaat karşılığı olmaksızın, genel anlamda bilgi sunmak amacıyla hazırlanmıştır. Yer alan bilgilerin zamanlaması, tamlığı ve doğruluğu tarafımızca garanti edilmemekte olup bu bilgiler, belli bir kazancın sağlanmasına yönelik olarak sunulmamaktadır. Bu nedenle, burada yer alan haber, veri, bilgi ve bulgulara dayanılarak yapılan işlemlerden doğacak her türlü maddi manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü kayıptan, Alan Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.