



Eczacıbaşı İlaç - 1Ç 2006 Sonuçları

AL

Hammadde Maliyetlerindeki Artışa Rağmen Yüksek Karlılık Sürüyor

Borsada işlem gören iki ilaç şirketinden biri olan Eczacıbaşı İlaç'ı temel finansal verileri açısından değerlendirdiğimizde yüksek karlılığını ve sağlam finansal yapısını koruduğunu görmekteyiz.

Son finansal verilere göre Eczacıbaşı İlaç'ın satışlarının %53'ünü yurtiçi satışlar, yüzde 32'sini private label ilaç üretimi, yüzde 14'ünü de ihracat oluşturmaktadır.

Geçmiş dönemde Türkiye'de yürürlüğe konan ve ilaç fiyatlarını AB ülkeleri içindeki en ucuz ilaç fiyatlarına endeksleyen yeni fiyat referanslaması sistemi şirketin satış fiyatlarında TL bazında %25 oranında bir düşüş yaratmıştır. Ancak bu yeni fiyatlama sisteminin döviz endeksli olması hammaddelerinin yaklaşık %65'ini yurtdışından ithal eden yerel ilaç şirketlerini döviz kurundaki dalgalanmalardan koruduğu için bu durumun şirketin karlılığı üzerinde önümüzdeki dönemde olumlu bir etkide bulunacağı görüşündeyiz.

1Ç 2006 verilerine göre %6.4 seviyesinde özsermaye karlılık oranına sahip Eczacıbaşı İlaç'ın 1Ç 2006 VAFÖK rakamı bir önceki yılın aynı dönemine göre değişmeyerek 22 milyon dolar seviyesinde gerçekleşmiştir.

U.V. borçlar/ özsermaye oranı %0.7 gibi çok düşük seviyede olan şirketin K.V. borçlar/ özsermaye oranı ise %22 seviyesindedir. Finansal varlıkları da yüksek seviyesini koruyan şirketin finansman giderlerinin 1 milyon US\$ gibi düşük bir seviyede gerçekleşmesi şirketin karlılığı üzerinde olumlu etkide bulunmaktadır.

Sonuçta Eczacıbaşı İlaç'ın net kar rakamı bütün bu olumlu etkenlerin ışığında artan hammadde maliyetlerine rağmen 1Ç 2006'da geçen yılın aynı dönemine göre dolar bazında sadece %3 oranında azalarak 11 milyon dolar seviyesinde gerçekleşmiştir.

Beklentiler

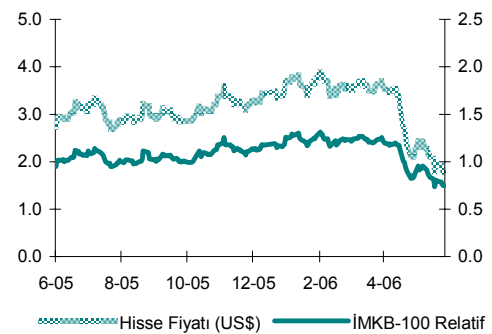
Uluslararası sağlık sektörü danışmanlık kurumu IMS'in tahminlerine göre Türkiyedeki ilaç sektörünün önümüzdeki beş yıllık dönemde ortalama bileşik büyüme oranının dolar bazında %13 olması beklenmektedir. 2005 yılında

	YTL	US\$
Fiyat	2.90	1.77
İMKB-100	34,229	20,854
US\$ (MB Alış):	1.641	
52 Hafta Yüksek:	5.10	3.88
52 Hafta Düşük:	2.86	1.77
İMKB Kodu:	ECILC	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	182.7
Piyasa Değeri (YTL Mn):	544.6
Piyasa Değeri (US\$ Mn):	331.8
Halka Açıklık Oranı (%):	31
Halka Açık PD (YTL Mn):	168.8
Halka Açık PD (US\$ Mn):	102.8

	S1A	S1Y	YB
YTL Getiri (%):	-9.4	-33.2	-25.3
US\$ Getiri (%):	-17.9	-45.3	-38.1
İMKB-100 Relatif Getiri (%):	1.6	2.4	-0.9
Ort. İşlem Hacmi (YTL Mn):	3.58		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	2.65		

Beta	1.02
Yıllık Volatilite (Hisse)	0.45
Yıllık Volatilite (İMKB-100)	0.35



DEĞERLEME	2003	2004	2005	2005/03	2006/03
F/K	3.21	9.45	21.56	12.92	24.29
PD/DD	0.62	0.83	0.85	0.66	0.94
FD/VAFÖK	1.90	3.46	11.59	5.02	7.51
FD/Satışlar	0.40	0.54	0.98	0.67	1.02
Hisse Başına Kar (US\$)	1.62	0.19	0.15	0.26	0.25
Firma Değeri (US\$ Mn)	204	344	621	448	656
VAFÖK (US\$ Mn)	108	99	54	22	22

Eczacıbaşı İlaç

40 adet yeni ürünü piyasaya süren Eczacıbaşı İlaç 2006 yılı boyunca 40 adet daha yeni ürünü piyasaya sunmayı planlamaktadır.

Eczacıbaşı 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. Eczacıbaşı İlaç bu tesiste kullanılan modern teknoloji sayesinde Amerika pazarında ruhsat almayı ve 2007 yılından itibaren bu ülkeye ihracat yaparak ihracat rakamını yıllık 60 milyon US\$ seviyesine çıkartmayı hedeflemektedir. Şirket bunun yanısıra ürün yelpazesi içindeki private label üretim payını artırarak 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 artırarak çıkacağını düşünüyoruz.

Son dönemde hükümetin sağlık harcamalarında, özellikle ilaç harcamalarında tasarrufa gidileceği açıklamaları nedeniyle önümüzdeki dönemde ilaç şirketlerinin karlılığının azalması olasılığı bulunmaktadır. Ancak kamu sektörünün ilaç talebinin azalmasından kaynaklanacak olan ilk etaptaki olumsuz etki özel sağlık kurumlarına yönelik talebin artması ve bunun ilaç talebini yeniden yükseltmesi ile orta vadede düzelecektir görüşünderiz. Yüksek pazar payı ve marka tanınırlığı nedeniyle ilk etapta oluşacak talep daralmasından rakiplerine göre daha az etkileneceğini düşündüğümüz Eczacıbaşı İlaç için 40 milyon US\$ seviyesinde olan yıl sonu karlılık beklentimizi koruyoruz.

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.

İNA (US\$ Mn)	2006T	2007T	2008T	2009T	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	Terminal
VAFÖK	83	87	91	95	100	105	111	117	123	129	
Vergi	9	11	12	13	14	16	17	18	20	21	
Sabit Sermaye Yatırımları	30	33	35	38	40	43	46	50	53	57	
Net Çalışma Sermayesi Değişimi	17	18	19	20	22	23	24	25	27	28	
Serbest Nakit Akımları	26	25	25	24	24	23	23	23	23	23	23
İskonto Faktörü	1.14	1.30	1.48	1.69	1.93	2.20	2.50	2.85	3.25	3.71	0.09
İNA	23	19	17	14	12	11	9	8	7	6	270
Net Finansal Borçlar	30										
Özsermaye	704										
Borç %	0.04										
Özsermaye %	0.96										
Rf	0.09										
Beta	1.02										
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)	127										
Terminal İNA değeri	270										
Toplam	397										

Şirketin hedef piyasa değerini belirlemek için ana operasyonu için hesapladığımız bu değer üzerine iştiraklerinin net aktif değerlerini ekledik. Eczacıbaşı İlaç'ın İŞ GYO ile ortak gerçekleştirdiği Levent Kanyon alışveriş merkezindeki %50'lik payına 80 milyon US\$ ve şirketin Eczacıbaşı Holding'deki %37 oranındaki hissesine de muhafazakar varsayımlar altında 150 milyon US\$ net aktif değer biçiyoruz.

Eczacıbaşı İlaç için bu değerleri toplayarak ulaştığımız 627 milyon US\$ seviyesindeki hedef piyasa değeri şirketin 22 Haziran 2006 kapanış piyasa değeri olan 331 milyon US\$'a göre %90 prim potansiyeline işaret etmektedir. Tüm bu verilerin ışığında gerek sağlam finansal yapısı, gerek ise sektördeki olumlu beklentiler ışığında Eczacıbaşı İlaç'ın bu fiyat seviyelerinden iyi bir yatırım fırsatı sunduğunu düşünüyoruz.

BİLANÇO (US\$ Mn)	2003	2004	2005	2005/03	2006/03	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	147	190	207	180	213	18
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	12	18	26	19	26	40
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	113	134	429	348	427	23
Ticari Alacaklar	155	186	154	195	160	(18)
Hazır Değerler	33	22	14	14	22	53
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	70	90	139	116	159	37
Toplam Aktifler	530	640	969	871	1,008	16
Uzun Vadeli Borçlar	0	2	3	0	5	1,295
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	16	37	16	38	75	99
Kısa Vadeli Borçlar	140	111	203	136	159	16
Ticari Yükümlülükler	62	87	43	71	55	(22)
Toplam Yükümlülükler	218	238	265	245	294	20
Toplam Özsermaye	312	402	704	626	713	14
Toplam Pasifler	530	640	969	871	1,008	16

GELİR TABLOSU (US\$ Mn)	2003	2004	2005	2005/03	2006/03	%Değ
Net Satışlar	510	632	632	166	161	(3)
SMM	326	414	426	107	99	(7)
Faaliyet Giderleri	155	194	187	44	51	15
Faaliyet Karı (Zararı)	29	23	20	16	11	(28)
Finansman Gelirleri (Giderleri)	(15)	(29)	0	0	(1)	(354)
Diğer Gelirler (Giderler)	62	56	11	1	5	269
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	76	50	31	17	15	(13)
Vergi Giderleri	17	15	3	6	4	(33)
Azınlık Payı	0	0	-	-	-	A.D.
Net Kar(Zarar)	59	35	27	12	11	(3)

FİNANSAL ORANLAR	2003	2004	2005	2005/03	2006/03
Özsermaye Karlılığı	31.6%	9.7%	5.0%	7.0%	6.4%
Aktif Karlılığı	17.1%	5.9%	3.4%	5.1%	4.6%
Brüt Kar Marjı	36.1%	34.4%	32.6%	35.9%	38.5%
Net Kar Marjı	11.6%	5.5%	4.3%	7.0%	7.0%
VAFÖK Marjı	21.1%	15.7%	8.5%	13.4%	13.6%
U.V. Borçlar/Özsermaye	0.0%	0.6%	0.4%	0.1%	0.7%
Satışlar/Toplam Aktifler	96.2%	98.8%	65.3%	76.4%	63.9%

Analist: Mutlu Köseahmetođlu

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: arqe@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:52 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.