



Eczacıbaşı İlaç- 3Ç 2006 Sonuçları

AL

Hedef PD: 852 Mn US\$

Cari PD: 694 Mn US\$

Cirodaki Artış Sürüyor

Eczacıbaşı İlaç'ın 3Ç 2006 net satışları bir önceki yılın aynı dönemine göre %4 oranında artış göstererek 506 milyon US\$ seviyesine yükselirken, şirketin 3Ç 2006 SMM'i bir önceki yılın aynı dönemine göre %1 oranında azalış göstererek, 325 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşmiştir. Eczacıbaşı İlaç'ın cirosunun yaklaşık %95'ini yurtiçi, %5'inide yurtdışı satışlar oluşturmaktadır. Şirketin yurtdışı satışları cari dönemde geçen yılın aynı dönemine göre yaklaşık %35 oranında bir artış göstererek 34 milyon US\$ seviyesine yükselmiştir.

Eczacıbaşı İlaç'ın faaliyet giderlerinden, araştırma ve geliştirme giderleri geçen yılın aynı dönemine göre azalış gösterirken, pazarlama satış giderleri ile genel yönetim giderlerinde geçen yılın aynı dönemine göre artış gözlenmiştir. Sonuç itibarıyla Eczacıbaşı İlaç'ın faaliyet giderlerini analiz ettiğimizde, geçen yılın aynı dönemine göre %7 oranında bir artış göstererek 147 milyon US\$ seviyesinde gerçekleştiğini görüyoruz.

Eczacıbaşı İlaç'ın diğer faaliyet gelirleri geçen yılın aynı dönemine göre %289 oranında artış göstererek 8 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşmiştir. Diğer faaliyet gelirlerindeki bu artış geçen yılın aynı dönemine göre satılmaya hazır finansal varlık satış gelirlerinin artması ve Kanyon projesine ilişkin sabit kıymet satış karları ve kira gelirlerindeki artışlardan kaynaklanmaktadır.

Öte yandan Eczacıbaşı İlaç'ın finansman giderleri geçen yılın aynı dönemine göre güçlü bir artış göstererek cari dönemde 23 milyon US\$ seviyesine ulaşmış ve bu durum şirket karlılığı üzerinde bir miktar baskı oluşturmuştur. Bu artışın büyük bir payının başta kur farkı giderleri olmak üzere banka kredileri, faiz giderleri ve kredili alımlardan doğan vade farkı giderlerinden kaynaklandığını görüyoruz. Şirketin kısa vadeli borçları ise geçen yılın aynı dönemine göre %15 oranında azalış göstermiştir.

Tüm bu etkenlerin sonucunda, Eczacıbaşı İlaç'ın 2005 yılı 3.çeyreğinde 22 milyon US\$ olan net karı, 3.çeyrek 2006'da %66 oranında bir azalış göstererek 7 milyon US\$ olarak gerçekleşmiştir.

| | YTL | US\$ |
|------------------|--------|--------|
| Fiyat | 5.40 | 3.80 |
| İMKB-100 | 38,705 | 27,215 |
| US\$ (MB Alış): | 1.422 | |
| 52 Hafta Yüksek: | 5.45 | 3.89 |
| 52 Hafta Düşük: | 2.70 | 1.62 |
| İMKB Kodu: | ECILC | |

| | |
|---------------------------|-------|
| Hisse Senedi Sayısı (Mn): | 182.7 |
| Piyasa Değeri (YTL Mn): | 986.8 |
| Piyasa Değeri (US\$ Mn): | 693.8 |
| Halka Açıklık Oranı (%): | 31 |
| Halka Açık PD (YTL Mn): | 305.9 |
| Halka Açık PD (US\$ Mn): | 215.1 |

| | S1A | S1Y | YB |
|------------------------------|------|------|-------|
| YTL Getiri (%): | 11.6 | 24.4 | 25.6 |
| US\$ Getiri (%): | 15.6 | 17.8 | 19.2 |
| İMKB-100 Relatif Getiri (%): | 3.9 | -9.1 | -46.5 |
| Ort. İşlem Hacmi (YTL Mn): | 7.42 | | |
| Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn): | 5.17 | | |

| | |
|------------------------------|------|
| Beta | 1.08 |
| Yıllık Volatilite (Hisse) | 0.52 |
| Yıllık Volatilite (İMKB-100) | 0.39 |



| DEĞERLEME | 2003 | 2004 | 2005 | 2005/09 | 2006/09 |
|-------------------------|------|------|-------|---------|---------|
| F/K | 3.21 | 9.49 | 21.56 | 14.65 | 41.41 |
| PD/DD | 0.62 | 0.84 | 0.85 | 0.86 | 0.88 |
| FD/VAFÖK | 1.90 | 3.47 | 11.59 | 10.90 | 6.86 |
| FD/Satışlar | 0.40 | 0.55 | 0.98 | 0.90 | 0.81 |
| Hisse Başına Kar (US\$) | 1.62 | 0.19 | 0.15 | 0.16 | 0.05 |
| Firma Değeri (US\$ Mn) | 204 | 346 | 621 | 582 | 543 |
| VAFÖK (US\$ Mn) | 108 | 99 | 54 | 40 | 59 |

Eczacıbaşı İlaç

Beklentiler

Eczacıbaşı İlaç 2005-2008 dönemleri içerisinde 450 milyon euro'luk yatırım planlamaktadır. Eczacıbaşı İlaç, jenerik ürünler alanında daha da güçlenmek ve dış pazarlardaki etkinliğine hız kazandırmak için, kapasite artırıcı ve teknoloji yenilemeye yönelik yatırımların yanı sıra Ar-Ge ve biyoeşdeğerlilik alanlarındaki yatırımlarına da ağırlık vermeyi planlamaktadır.

Eczacıbaşı ilaç 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 ilaç, bu yatırımın desteğiyle 2006 yılı sonunda 40 milyon, 2008 yılında ise 70 milyon dolar ihracat geliri hedeflemektedir. Eczacıbaşı İlaç başta AB ülkeleri olmak üzere 35 ülkeye ihracat gerçekleştirmektedir. Şirket 2006 yılı için % 5'lik bir büyüme hedeflemektedir. Eczacıbaşı ilaç 2006 yılı için ihracatını 7 milyon 500 bin dolar artışla 40 milyon dolara, yıllık toplam üretim kapasitesini ise 20 milyon kutu artışla 400 milyon kutuya ulaştırmayı, 2008 sonuna kadar ise toplam ihracatın 70 milyon dolara ulaşmasını hedeflemektedir.

Avrupa'nın en gelişmiş tesislerinden birine sahip, kendi jenerik ilaçlarını geliştirebilen, dünyanın gelişmiş ülkelerine ihracat gerçekleştiren Eczacıbaşı İlaç'ın önümüzdeki yıllarda ilaç sektöründe gerçekleşmesini beklediğimiz konsolidasyon sürecinden daha da güçlenerek çıkacağını ve gelişimini sürdüreceğini düşünüyoruz.

Değerleme

Eczacıbaşı İlaç için yıllık %5 oranında ciro büyümesi varsayımı ile oluşturduğumuz İNA modeli şirketin ana operasyonu için 402 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 hasılatının 49.7 milyon YTL'lik bölümü gelir olarak tanınmamış ve alınan kısa vadeli avanslar içerisinde muhasebeleştirilmiştir.

| İNA (US\$ Mn) | 2006T | 2007T | 2008T | 2009T | 2010T | 2011T | 2012T | 2013T | 2014T | 2015T | Terminal |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|
| VAFÖK | 78 | 73 | 76 | 79 | 82 | 86 | 90 | 93 | 98 | 102 | |
| Vergi | 14 | 5 | 5 | 5 | 6 | 6 | 6 | 7 | 7 | 7 | |
| Sabit Sermaye Yatırımları | 27 | 28 | 29 | 30 | 30 | 31 | 32 | 33 | 35 | 36 | |
| Net Çalışma Sermayesi Değişimi | 7 | 7 | 7 | 8 | 8 | 8 | 8 | 9 | 9 | 9 | |
| Serbest Nakit Akımları | 31 | 33 | 35 | 37 | 38 | 41 | 43 | 45 | 47 | 50 | 50 |
| İskonto Faktörü | 1.13 | 1.28 | 1.44 | 1.63 | 1.84 | 2.07 | 2.34 | 2.64 | 2.98 | 3.37 | 0.25 |
| İNA | 27 | 26 | 24 | 22 | 21 | 20 | 18 | 17 | 16 | 15 | 196 |

| | |
|----------------------|--------|
| Net Finansal Borçlar | (1) |
| Özsermaye | 631 |
| Borç % | (0.00) |
| Özsermaye % | 1.00 |

| | |
|-------------------------|------|
| Rf | 0.08 |
| Beta | 1.08 |
| Hisse Senedi Risk Primi | 0.05 |
| Ke | 0.13 |
| Vergi Oranı | 0.20 |
| Kd*(1-Vergi Oranı) | 0.10 |

| | |
|-------------------------------------|------|
| Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti | 0.13 |
| Uzun Vadeli Büyüme Oranı | 0.05 |

| | |
|---------------------|-----|
| İNA (2006-2015) | 206 |
| Terminal İNA değeri | 196 |

| | |
|---------------|------------|
| Toplam | 402 |
|---------------|------------|

Öte yandan şirketin defter değerine henüz yansımamış olan Levent Kanyon alışveriş merkezindeki %50'lik payı için 325 milyon US\$ seviyesinde teklifler geldiği yönünde açıklamalar bulunmaktadır. Bu nedenle 1Y 2006 raporumuzda

Eczacıbaşı İlaç

şirketin Kanyon alışveriş merkezindeki payı için öngördüğümüz 80 milyon US\$'lık değeri açıklanan hedef satış değerlerine oranla ciddi oranla iskonto etmekle birlikte en muhafazakar varsayımlar altında 200 milyon US\$ olarak revize ediyoruz. Şirketin satılmaya hazır finansal varlıklar altında 476 milyon YTL değerden muhasebeleştiği Eczacıbaşı Holding'deki %37 oranındaki hissesine de yine muhafazakar varsayımlar altında ve ciddi oranda iskonto ederek 250 milyon US\$ değer biçiyor ve bu rakamı da hedef değerimize ilave ediyoruz.

Eczacıbaşı İlaç için bu değerleri toplayarak ulaştığımız 852 milyon US\$ seviyesindeki hedef piyasa değeri şirketin 25 Aralık 2006 kapanış piyasa değeri olan 694 milyon US\$'a göre %23 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 yabancı ortaklık konusundaki bu çalışmalarının 2007 Şubat ayına kadar sonuçlanmasını hedeflenmektedir. Eczacıbaşı İlaç'ta yabancı ortaklığın gerçekleşmesi durumunda ortaya çıkacak sinerji ile şirketin pazar payını daha da arttırması olasılığı bulunmakta ve bu durum şirket hakkında olumlu beklentilerimizi güçlendirmektedir. Tüm bu verilerin ışığında Eczacıbaşı İlaç için 1Y 2006'da verdiğimiz AL önerisini 3Ç 2006 için de koruyoruz.

| BİLANÇO (US\$ Mn) | 2003 | 2004 | 2005 | 2005/09 | 2006/09 | %Değ |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|----------------|----------------|-------------|
| Maddi Duran Varlıklar | 147 | 190 | 207 | 199 | 204 | 2 |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar | 12 | 18 | 26 | 24 | 25 | 5 |
| Diğer Uzun Vadeli Kıymetler | 113 | 134 | 429 | 357 | 356 | (0) |
| Ticari Alacaklar | 155 | 186 | 154 | 158 | 156 | (1) |
| Hazır Değerler | 33 | 22 | 14 | 24 | 20 | (17) |
| Diğer Kısa Vadeli Varlıklar | 70 | 90 | 139 | 148 | 179 | 21 |
| Toplam Aktifler | 530 | 640 | 969 | 910 | 940 | 3 |
| Uzun Vadeli Borçlar | 0 | 2 | 3 | 3 | 3 | 2 |
| Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler | 16 | 37 | 16 | 15 | 82 | 449 |
| Kısa Vadeli Borçlar | 140 | 111 | 203 | 199 | 169 | (15) |
| Ticari Yükümlülükler | 62 | 87 | 43 | 57 | 56 | (1) |
| Toplam Yükümlülükler | 218 | 238 | 265 | 273 | 309 | 13 |
| Toplam Özsermaye | 312 | 402 | 704 | 636 | 631 | (1) |
| Toplam Pasifler | 530 | 640 | 969 | 910 | 940 | 3 |

| GELİR TABLOSU (US\$ Mn) | 2003 | 2004 | 2005 | 2005/09 | 2006/09 | %Değ |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|----------------|----------------|-------------|
| Net Satışlar | 510 | 632 | 632 | 485 | 506 | 4 |
| SMM | 326 | 414 | 426 | 327 | 325 | (1) |
| Faaliyet Giderleri | 155 | 194 | 187 | 137 | 147 | 7 |
| Ana Faaliyet Karı (Zararı) | 29 | 23 | 20 | 22 | 34 | 57 |
| Finansman Gelirleri (Giderleri) | (15) | (29) | 0 | 2 | (23) | (1,261) |
| Diğer Gelirler (Giderler) | 62 | 56 | 11 | 2 | 8 | 289 |
| Vergi Öncesi Kar (Zarar) | 76 | 50 | 31 | 26 | 19 | (26) |
| Vergi Giderleri | 17 | 15 | 3 | 4 | 11 | 196 |
| Azınlık Payı | 0 | 0 | - | - | - | A.D. |
| Net Kar(Zarar) | 59 | 35 | 27 | 22 | 7 | (66) |

| FİNANSAL ORANLAR | 2003 | 2004 | 2005 | 2005/09 | 2006/09 |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|----------------|----------------|
| Özsermaye Karlılığı | 31.6% | 9.7% | 5.0% | 4.3% | 1.5% |
| Aktif Karlılığı | 17.1% | 5.9% | 3.4% | 3.1% | 1.0% |
| Brüt Kar Marjı | 36.1% | 34.4% | 32.6% | 32.6% | 35.7% |
| Net Kar Marjı | 11.6% | 5.5% | 4.3% | 4.5% | 1.5% |
| VAFÖK Marjı | 21.1% | 15.7% | 8.5% | 8.3% | 11.7% |
| U.V. Borçlar/Özsermaye | 0.0% | 0.6% | 0.4% | 0.4% | 0.4% |
| Satışlar/Toplam Aktifler | 96.2% | 98.8% | 65.3% | 71.1% | 71.7% |

Alan Yatırım Araştırma

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: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.