

Selçuk Ecza

Selçuk Ecza'yı ziyaret ettik ve son gelişmeler ve 2019 görünümüne ilişkin görüşlerini aldık. Yönetimin; i) Büyümeye ve ilaç dağıtım sektöründeki gelişmelerle oluşabilecek fırsatlara odaklanma, ii) net işletme sermayesi yönetiminin optimize edilmesi ve iii) yatırım harcamalarının kontrolü konularına öncelik vermeyi planlaması çerçevesinde, yaptığımız görüşmeyi olumlu olarak değerlendirdiğimizi belirtebiliriz. Şirketin 2019 yılında güçlü satış büyümesi ve net kar yaratma potansiyeli olduğunu düşünüyoruz. Selçuk Ecza'nın son 12 aylık çarpanlarına bakıldığında; 0,15x FD/Satışlar, 5,0x FD/FAVÖK ve 5,2x F/K çarpanları ile işlem görmektedir.

Toplantının Ana Başlıkları

- **Rekabet ortamı:** Selçuk Ecza, 9A18'de kutu bazında pazar payını 2017'deki %41,6 seviyesinden %43,2'ye, TL bazında pazar payını ise %41,97'den %44'e yükseltmiştir. Pazar payında bu artış büyük ölçüde ilaç dağıtım sektöründe zayıf finansal yapı ve yüksek net işletme sermayesi ihtiyacı ile çalışan bazı dağıtıcıların sektör dışında kalması veya operasyonlarının boyutunu küçültmesinden kaynaklandı. Yönetim bu noktada, sektördeki konsolidasyon sürecinin 2019 yılında daha yavaş bir hızda da olsa devam edebileceğini düşünüyor.
- **Satış büyümesi:** Yönetim 10 Şubat 2018'de belirlenen %15 fiyat artış sınırlanmasının 2019 yılı için geçerli olmayacağı ve ilaçlardaki fiyat artışının belirlenmesinde kurlardaki yükselişin olumsuz etkilerinin ve Yeni Ekonomik Program'da belirtilen TÜFE oranının dikkate alınacağı beklentisinde. Yönetim; i) yeni ilaçların sektöre sunulması, ii) sağlık hizmetlerine olan erişimin kolaylaşması ve iii) nüfustaki yaşlanma ve nüfus artışı gibi demografik faktörler sebebiyle kişi başına düşen ilaç tüketimindeki düşük çift haneli büyümenin 2019 yılı ve orta vadede de devam etmesini bekliyor. Bu nedenle, ön değerlendirmemiz sonucunda 9A18'de yıllık bazda %26 artış kaydeden satış büyümesinin 2019'da yıllık bazda %30'a ulaşabileceği görüşündeyiz.
- **Net işletme sermayesi optimizasyonu:** Şirket, alacaklarının vadesi ve stok gün sayılarını azaltarak net işletme sermayesi seviyesini optimize etmeyi planlıyor. Bu noktada, alacakların vadesinde sağlanabilecek birkaç günlük düşüşün önemli oranda etki yaratabileceği ancak bunun başarılmasının çok da kolay olmayacağı görüşündeyiz. 9A18 itibarıyla net işletme sermayesi / satışlar %14,8 seviyesindeyken, geçtiğimiz 12 ayın ortalaması ise %14,6 seviyesinde bulunuyor. Net işletme sermayesi / satışlar oranında kaydedilecek her 25 baz puanlık iyileşme 2019'daki serbest nakit akımında yaklaşık 44 milyon TL'lik bir etki yaratacaktır.
- **2019'da yatırım harcamalarında azalış:** Selçuk Ecza Konya ve Uşak'ta devam eden depo yatırımlarını 2018 itibarıyla çok büyük ölçüde tamamlamış bulunuyor ve 2019 yılında yatırımlarını sınırlandırmayı planlıyor.

Tavsiye

Gözden geçiriliyor

Hisse bilgileri

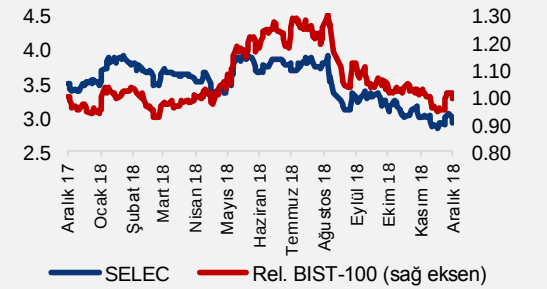
Hisse Kodu	SELEC TI
Hisse fiyatı (11 Aralık 2018)	2.92
Hisse fiyat aralığı (52 haftalık)	2.8 / 4.0
Piyasa Değ. (milyon TL - \$ mn)	1,813 - 339
Hisse adedi (milyon)	621.0
Halka Açıklık Oranı	%15

Ort. Günlük İşlem Hacmi	3 Ay	12 Ay
USD mn	0.2	0.3

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-3%	-10%	-17%
USD	-1%	9%	-41%
BIST-100'e göre performans	-2%	-9%	5%

TL mn	2015	2016	2017
Net satışlar	7,480	8,643	10,686
FAVÖK	185	253	328
Net kâr	191	244	301
Net Borç	-88	-167	-169

Değerleme	2015	2016	2017
F/K	9.3x	7.8x	8.5x
F/DD	1.0x	1.0x	1.1x
FD/FAVOK	8.4x	7.4x	8.0x
FD/Net satışlar	0.2x	0.2x	0.2x
Temettü verimi	%2.4	%2.5	%2.3



Can Yurtcan

+90 212 355 2678

can.yurtcan@tacirler.com.tr

Ekin Akbas

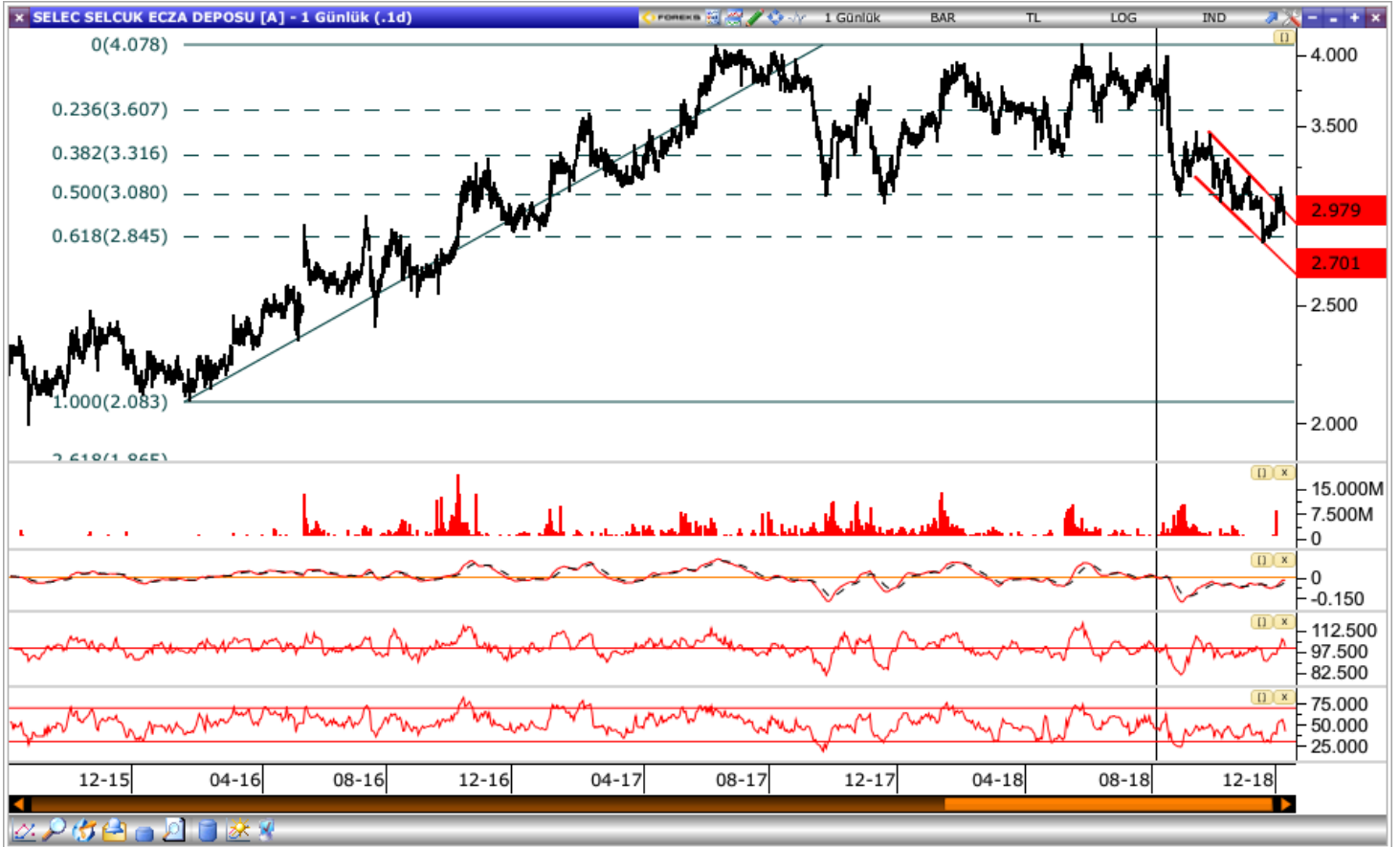
+90 212 355 4638

ekin.akbas@tacirler.com.tr

TEKNİK ANALİZ GÖRÜŞÜ

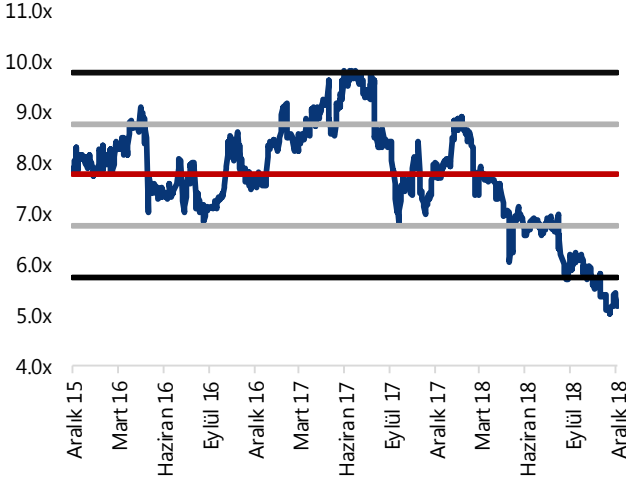
2 yıllık yatay trendi 3,08 ana desteğinin kırılması ile bozulmuştur. 2,08-4,08 aralığında gerçekleşen yükselişin son Fibonacci düzeltme seviyesi 2,84 desteğinden gelen tepkiler ile 3,08 yine test edilmiş ve geçilememiştir.

Mevcut 2,84 desteği üzerinde baskının yeniden artması ve kırılması durumunda orta vadeli düşen trende geçiş görülebilir. Hissede 3-3,08 direnç bölgesi kırılması durumunda ancak bu düşüş baskısı kırılabilir. 2,84-2,70 destekleri hissede izlenebilir.



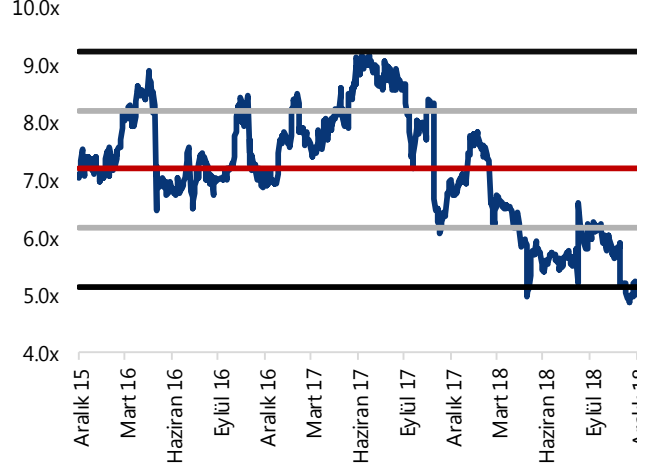
Ana Değerleme Çarpanları (12 ay kaydırılmış)

F/K Oranı



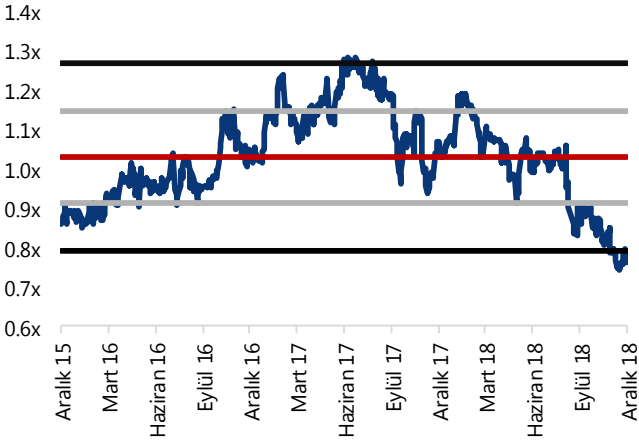
Kaynak: Tacirler Yatırım

Firma Değeri / FAVÖK



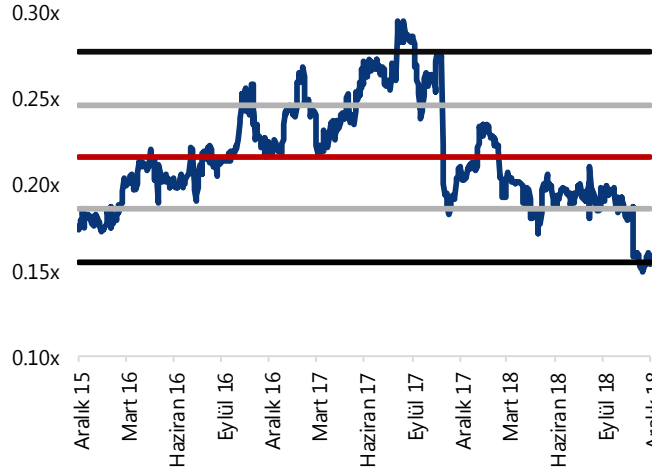
Kaynak: Tacirler Yatırım

Piyasa Değeri / Defter Değeri



Kaynak: Tacirler Yatırım

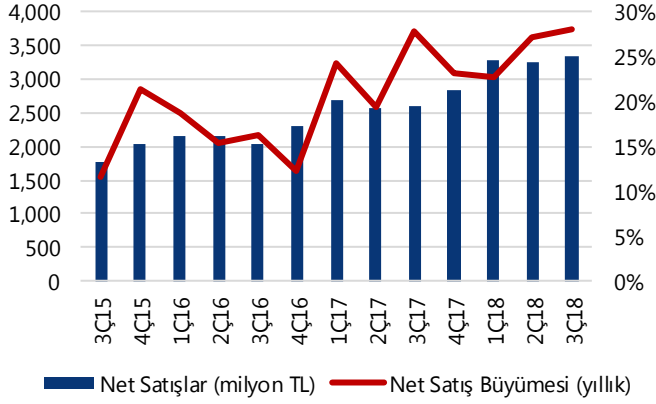
Firma Değeri / Satışlar



Kaynak: Tacirler Yatırım

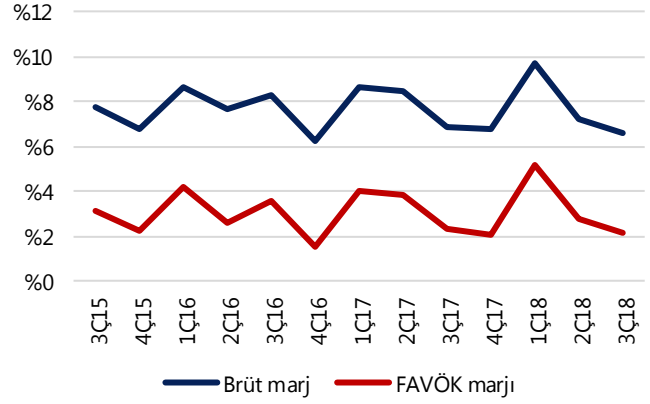
Ana Finansal Göstergeler (Çeyrekssel)

Net Satışlar ve Satış Büyümesi



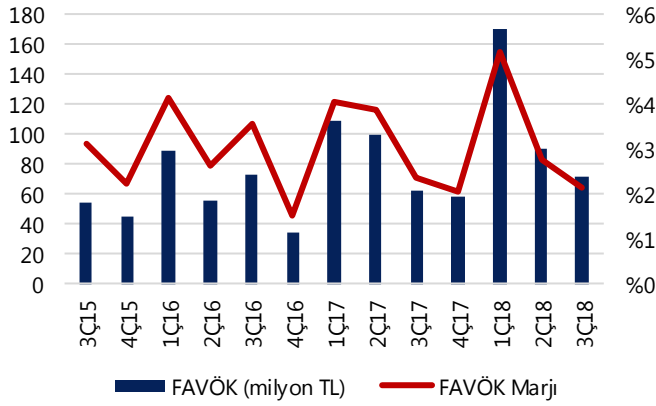
Kaynak: Tacirler Yatırım

Brüt ve FAVÖK Marj Gelişimi



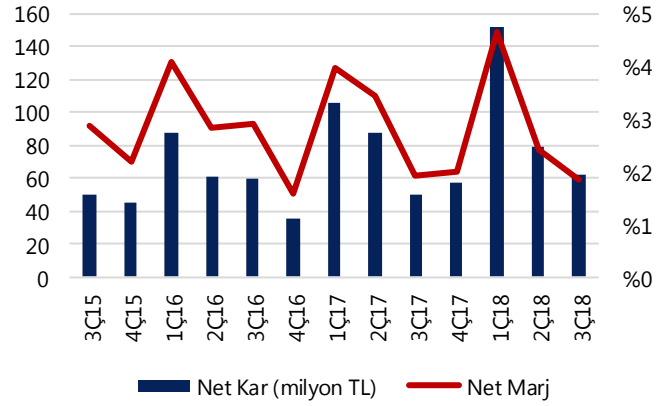
Kaynak: Tacirler Yatırım

FAVÖK ve FAVÖK Marjı Trendi



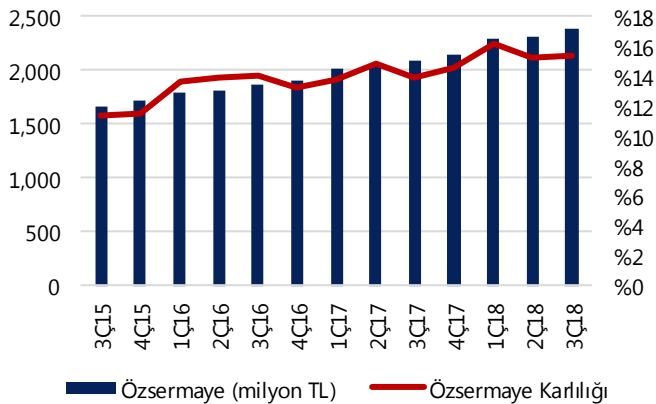
Kaynak: Tacirler Yatırım

Net Kar ve Net Marj Trendi



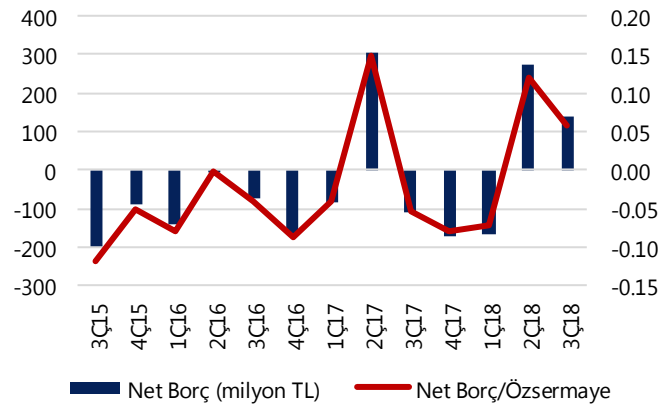
Kaynak: Tacirler Yatırım

Özsermaye ve Özsermaye Karlılığı



Kaynak: Tacirler Yatırım

Net Borç ve Net Borç/Özsermaye



Kaynak: Tacirler Yatırım

Ana Finansal Göstergeler

Bilanço	2013	2014	2015	2016	2017
Nakit ve benzerleri	550	253	177	210	217
Ticari alacaklar	1,689	1,984	2,297	2,640	3,191
Stoklar	659	733	857	943	1,013
Diğer dönen varlıklar	75	63	84	95	119
Dönen varlıklar	2,972	3,033	3,414	3,888	4,541
Finansal yatırımlar	0	0	0	0	0
Maddi duran varlıklar	201	290	362	420	485
Maddi olmayan duran varlıklar	1	1	1	1	1
Diğer duran varlıklar	65	64	80	101	142
Duran varlıklar	267	355	444	522	627
Toplam varlıklar	3,239	3,388	3,858	4,410	5,168
Kısa vadeli borçlanmalar	336	35	89	43	48
Ticari borçlar	1,397	1,709	1,961	2,336	2,792
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	38	50	57	75	107
Kısa vadeli yükümlülükler	1,772	1,794	2,107	2,454	2,948
Uzun vadeli borçlanmalar	0	0	0	0	0
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	28	31	41	51	70
Uzun vadeli yükümlülükler	28	31	41	51	70
Özkaynaklar	1,440	1,563	1,711	1,905	2,150
Ana ortaklığa ait	1,440	1,563	1,711	1,905	2,150
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0	0	0
Toplam kaynaklar	3,239	3,388	3,858	4,410	5,168
Net borç	-213	-218	-88	-167	-169
Net işletme sermayesi	987	1,021	1,220	1,268	1,423
Net işletme sermayesi (operasyon)	951	1,008	1,192	1,248	1,412
Yatırılan sermaye	1,189	1,312	1,584	1,689	1,909
Oranlar					
Karlılık					
Özsermaye kârlılığı	%11.0	%11.0	%11.6	%13.5	%14.9
Net kâr	%2.9	%2.6	%2.5	%2.8	%2.8
Aktif devri	1.5x	1.9x	2.1x	2.1x	2.2x
Kaldıraç	2.5x	2.2x	2.2x	2.3x	2.4x
Aktif kârlılığı	%4.4	%5.0	%5.3	%5.9	%6.3
Yatırılan sermaye kârlılığı	%10.2	%9.5	%9.3	%11.3	%13.3
Kaldıraç					
Net borç/toplam varlıklar	%10	%1	%2	%1	%1
Net borç/özsermaye	-0.15	-0.14	-0.05	-0.09	-0.08
Net borç/FAVÖK	-1.33	-1.33	-0.47	-0.66	-0.52

Gelir tablosu	2013	2014	2015	2016	2017
Net satışlar	5,238	6,386	7,480	8,643	10,686
Brüt kâr	416	452	527	662	820
Faaliyet giderleri	269	303	359	430	521
Esas faaliyet kârı	148	149	168	232	299
FAVÖK	160	163	185	253	328
Net diğer gelir	87	63	73	80	99
Net finansman geliri	-44	-4	-2	-7	-21
Vergi öncesi kâr	191	208	239	305	377
Vergi gideri	39	42	48	61	75
Net kâr - Ana ortaklık	152	165	191	244	301

Nakit akış tablosu	2013	2014	2015	2016	2017
FAVÖK	160	163	185	253	328
Vergi gideri	30	30	34	47	60
Yatırımlar	45	101	97	94	109
İşletme sermayesi değişim	39	34	198	48	155
Serbest nakit akışı	46	-2	-145	64	3

Büyüme ve marjlar	2013	2014	2015	2016	2017
Net satışlar	%12.8	%12.8	%12.8	%12.8	%12.8
FAVÖK	%14.7	%14.7	%14.7	%14.7	%14.7
Net kâr	%3.2	%3.2	%3.2	%3.2	%3.2

Brüt marj	%7.9	%7.1	%7.0	%7.7	%7.7
Esas faaliyet kâr marjı	%2.8	%2.3	%2.2	%2.7	%2.8
FAVÖK marjı	%3.1	%2.6	%2.5	%2.9	%3.1
Net marj	%2.9	%2.6	%2.5	%2.8	%2.8
Serbest nakit akışı marjı	%2.9	%2.6	%2.5	%2.8	%2.8

Hisse başına (TL)	2013	2014	2015	2016	2017
Net kâr	0.25	0.27	0.31	0.39	0.48
Özsermaye	2.32	2.52	2.76	3.07	3.46
Temettü	0.05	0.06	0.06	0.07	0.08

Değerleme	2013	2014	2015	2016	2017
F/K	8.6x	8.0x	9.3x	7.8x	8.5x
F/DD	0.9x	0.9x	1.0x	1.0x	1.1x
FD/FAVÖK	7.1x	6.6x	8.4x	7.4x	8.0x
FD/Net satışlar	0.2x	0.2x	0.2x	0.2x	0.2x
Temettü verimi	%2.5	%2.6	%2.4	%2.5	%2.3
Serbest nakit akışı verimi	%3.7	-%0.2	-%9.3	%3.7	%0.1

Kaynak: Tacirler Yatırım

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Yatırım Merkezlerimiz

Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 9 Akmerkez
Etiler - İSTANBUL
0 212 355 46 46

Adana

Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul.
Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4 ADANA

(0 322) 457 77 55

Ankara

Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad.
Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9
Kavaklıdere Çankaya - ANKARA

(0 312) 435 18 36

Antalya

Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden
Apt. No:82/6 Muratpaşa - ANTALYA

(0 242) 248 45 20

Bakırköy

İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No:
6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy - İSTANBUL

(0 212) 570 52 59

Bursa

Muradiye Mah. Çekirge Cad. Koçer Apt.
No: 49 Kat: 2 D: 4 Osmangazi - BURSA

(0 224) 225 64 10

Denizli

Urban İş Merkezi 2. Ticari Yol Daire 26
Kat: 6 Bayramyeri - DENİZLİ

(0 258) 265 87 85

Erenköy

Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333
Kat: 2 D: 4 Kadıköy - İSTANBUL

(0 216) 348 82 82

Gaziantep

İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul.
Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No:
18 Kat: 1 D: 5 GAZİANTEP

(0 342) 232 35 35

Girne

Şehit Necati Gürkaya Mevkii Çağdaş Apt.
Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC

(0 392) 815 14 54-55-56

İzmir

Şair Eşref Bul. Ragıp Şanlı İş Merkezi
No: 6 Kat: 3 D: 306 Çankaya - İZMİR

(0 232) 445 01 61

İzmit

Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit -
KOCAELİ

(0 262) 323 11 33

İzmit İrtibat

Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı
Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit KOCAELİ

(0 262) 260 01 01

Karadeniz Ereğli

Murtaza Mah. Hamamüstü Sok. İ. Esat
Taneri İş Merkezi No: 19 Kat: 2
Karadeniz Ereğli - ZONGULDAK

(0 372) 316 40 50

Kartal

Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No:
26 Kat: 4 D: 8 Kartal - İSTANBUL

(0 216) 306 22 71 - 306 22 06

Kayseri

Cumhuriyet Mah. Turan Cad. Turan Plaza
Apt. No:8 Kat:2 D:5 Melikgazi / KAYSERİ

(0 352) 221 08 68 - 222 82 51

Mersin

Çankaya Mah. Bahri Ok İş Merkezi B
Blok No: 78 MERSİN

(0 324) 238 11 89

Marmaris İrtibat Bürosu

Kemeraltı Mah. Orgeneral Mustafa
Muğlalı Cad. Güven Apt. No: 22 D: 2
Marmaris / MUĞLA

(0 252) 321 08 00

Akatlar İrtibat Bürosu

Akatlar Mahallesi Ebulula Mardin Cad.
Maya Meridien İş Merkezi No:16 D Blok
Kat:11 Bağımsız Bölüm No:29 Akatlar-
Beşiktaş/İSTANBUL

(0 212) 355 4605

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.