

SELÇUK ECZA

Sağlam ve güvenilir

Selçuk Ecza'yı AL tavsiyesi ve 4,80 TL hedef fiyatla araştırma kapsamımıza alıyoruz. İlaç dağıtım sektöründe %40'tan fazla paya sahip olan Selçuk Ecza'nın, Türkiye'nin gelişen ilaç pazarı olarak konumundan faydalanmak için üstün bir pozisyona sahip. Türkiye pazarındaki çift haneli büyüme beklentileri, Selçuk Ecza'ya önümüzdeki iki yılda %16'lık bileşik büyüme oranı yakalama şansı vereceğini öngörüyoruz. Uzun vadede, ilaç fiyatlandırma regülasyonundaki gevşemenin, marjlarda önemli oranda toparlanma ve net kar büyümesi ile sonuçlanacağını bekliyoruz. Selçuk Ecza 2017T 7,5x FD/FAVÖK ve 8,3x F/K rasyolarıyla yabancı çarpanlara göre sırasıyla %21 ve %46 iskontolu işlem görüyor.

Elverişli demografik yapı potansiyeli işaret ediyor – Türkiye, hızla artan medyan yaş istatistiği ve büyüyen nüfusuyla önümüzdeki on yılda ilaç endüstrisi açısından parlak bir görünüm ortaya koyuyor. Sağlık hizmetlerine erişimin artması ve yükselen ortalama yaşam süreleri talebin destekleyicileri olarak belirirken, kentsel göçe bağlı kronik hastalıklar ve yaşlanan nüfus daha yüksek birim fiyatları tetikleyecektir. Türkiye ilaç pazarının TL bazında 2017'de %16, 2018'de ise %11 büyüme kaydetmesini bekliyoruz.

Yerleşen fiyatlama kuralları görüş kabiliyetini arttırdı – Türkiye ilaç pazarındaki mevzuat belirsizliği Temmuz 2015'te hükümetin avro kurunu %70'lik uyarılama katsayısı getirmesi ile son buldu. 2009-2015 yılları arasında üreticiler ve devlet yetkilileri arasındaki hukuki mücadele, sürdürülebilir olmayan, düşük karlılık, azalan ARGE faaliyetleri ve bazı ilaçlarda arz sorununa yol açmıştı. Mevzuat açısından istikrarlı bir dönem öngörerek, Selçuk Ecza'nın sektördeki hakim pozisyonu ile sektördeki olumlu durumdan azami ölçüde faydalanacağını tahmin ediyoruz.

Defansif bir seçenek – Selçuk Ecza'nın net nakit pozisyonu, şirketin güçlü satış performansını net karda büyümeye çevirebilmesini sağlıyor. Satış gelirlerinin neredeyse tamamını Türkiye'de elde eden ve işlemlerini TL ile gerçekleştiren Selçuk Ecza, döviz kuru riskine maruz değil. Ayrıca, şirketin önümüzdeki dönemde düşük operasyonel kaldıraç ve sermaye yatırımı gereksinimleri ile net nakit akımı yaratma kabiliyetinin arttıracağını öngörüyoruz.

Cazip değerlendirme – AL tavsiyesi ile araştırma kapsamına aldığımız Selçuk Ecza'da indirgenmiş nakit akımları analizimizden gelen 4,80 TL'lik 12 aylık hedef fiyat %22'lik yukarı yönlü potansiyeli işaret ediyor. Altı adet uluslararası benzer şirket ile gerçekleştirdiğimizde çarpan analizinde, 2017-18 FD/FAVÖK, F/K, FD/NS çarpanlarını eşit ağırlıklı olarak kullanarak %25'lik bir iskonto oranı ile karşılaştık.

Tavsiye

AL

Hedef fiyat

TL 4.80

Getiri potansiyeli

%22

Hisse bilgileri

Hisse Kodu	SELEC TI
Hisse fiyatı	3.93
Hisse fiyat aralığı (52 haftalık)	2.6 / 3.9
Piyasa Değeri (TL mn - USD mn)	2,441 - 694
Hisse adedi (mn) & halka açıklık oranı	621.0 - 15%
Ortalama işlem hacmi	1 Ay 3 Ay 12 Ay
USD mn	1.1 0.7 0.7

Fiyat performansı

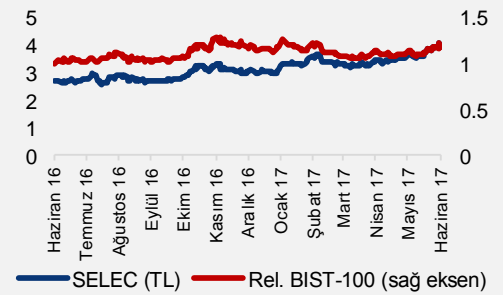
TL	11%	19%	31%
USD	13%	24%	31%
BIST -100'e göre performans	7%	10%	5%

Tahminler (TL mn)

Net satışlar	8,643	10,469	11,724
FAVÖK	261	322	377
Net kâr	244	296	345

Değerleme

F/K	10.0x	8.3x	7.1x
F/DD	1.3x	1.1x	1.0x
FD/FAVOK	8.7x	7.5x	6.3x
FD/Net satışlar	0.3x	0.2x	0.2x
Temettü verimi	1.7%	1.1%	1.3%



Cem Avcıoğlu

+90 212 355 4646

cem.avcioglu@tacirler.com.tr

PROJEKSİYONLAR

Bilanço	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Nakit ve benzerleri	177	210	83	119	162
Ticari alacaklar	2,297	2,640	3,221	3,608	4,034
Stoklar	857	943	1,175	1,316	1,471
Diğer dönen varlıklar	84	95	105	128	144
Dönen varlıklar	3,414	3,888	4,584	5,171	5,811
Finansal yatırımlar	0	0	0	0	0
Maddi duran varlıklar	362	420	464	508	552
Maddi olmayan duran varlıklar	1	1	1	1	1
Diğer duran varlıklar	80	101	105	137	153
Duran varlıklar	444	522	569	645	705
Toplam varlıklar	3,858	4,410	5,154	5,816	6,517
Kısa vadeli borçlanmalar	89	43	60	60	60
Ticari borçlar	1,961	2,336	2,768	3,099	3,466
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	57	75	90	101	113
Kısa vadeli yükümlülükler	2,107	2,454	2,918	3,260	3,639
Uzun vadeli borçlanmalar	0	0	0	0	0
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	41	51	62	70	78
Uzun vadeli yükümlülükler	41	51	62	70	78
Özkaynaklar	1,711	1,905	2,173	2,486	2,800
Ana ortaklığa ait	1,711	1,905	2,173	2,486	2,800
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0	0	0
Toplam kaynaklar	3,858	4,410	5,154	5,816	6,517
Net borç	-88	-167	-23	-59	-102
Net işletme sermayesi	1,220	1,268	1,643	1,852	2,070
Net işletme sermayesi (operasyone)	1,192	1,248	1,629	1,824	2,040
Yatırılan sermaye	1,583	1,689	2,108	2,360	2,623
Oranlar					
Karlılık					
Özsermaye kârlılığı	%11.6	%13.5	%14.5	%14.8	%14.8
Net kâr	%2.5	%2.8	%2.8	%2.9	%3.0
Aktif devri	2.1x	2.1x	2.2x	2.1x	2.1x
Kaldıraç	2.2x	2.3x	2.3x	2.4x	2.3x
Aktif kârlılığı	%5.3	%5.9	%6.2	%6.3	%6.3
Yatırılan sermaye kârlılığı	%12.2	%14.5	%15.1	%15.2	%15.3
Kaldıraç					
Net borç/toplam varlıklar	%2	%1	%1	%1	%1
Net borç/özsermaye	-0.05	-0.09	-0.01	-0.02	-0.04
Net borç/FAVÖK	-0.46	-0.64	-0.07	-0.16	-0.24

Gelir tablosu	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Net satışlar	7,480	8,643	10,469	11,724	13,110
Brüt kâr	527	662	809	907	1,013
Faaliyet giderleri	359	430	521	569	627
Esas faaliyet kârı	221	297	359	423	476
FAVÖK	191	261	322	377	431
Net diğer gelir	53	64	71	85	90
Net finansman geliri	-2	-7	-7	-7	-7
Vergi öncesi kâr	239	305	370	431	487
Vergi gideri	50	58	74	86	97
Net kâr	191	244	296	345	390

Nakit akış tablosu

FAVÖK	2014	2015	2016T	2017T	2018T
FAVÖK	191	261	322	377	431
Vergi gideri	0	5	8	8	13
Yatırımlar	97	94	67	71	75
İşletme sermayesi değişim	198	48	375	208	219
Serbest nakit akışı	-105	114	-128	89	124

Büyüme ve marjlar

Net satışlar	%17.1	%15.5	%21.1	%12.0	%11.8
FAVÖK	%13.7	%36.7	%23.3	%17.0	%14.2
Net kâr	%15.3	%27.8	%21.4	%16.8	%13.0
Brüt marj	%7.0	%7.7	%7.7	%7.7	%7.7
Esas faaliyet kâr marjı	%3.0	%3.4	%3.4	%3.6	%3.6
FAVÖK marjı	%2.6	%3.0	%3.1	%3.2	%3.3
Net marj	%2.5	%2.8	%2.8	%2.9	%3.0
Serbest nakit akışı marjı	-%1.4	%1.3	-%1.2	%0.8	%0.9

Hisse başına (TL)

Net kâr	0.31	0.39	0.48	0.56	0.63
Özsermaye	2.76	3.07	3.50	4.00	4.51
Temettü	0.06	0.07	0.04	0.05	0.12

Değerleme

F/K	12.8x	10.0x	8.3x	7.1x	6.3x
F/DD	1.4x	1.3x	1.1x	1.0x	0.9x
FD/FAVOK	12.3x	8.7x	7.5x	6.3x	5.4x
FD/Net satışlar	0.3x	0.3x	0.2x	0.2x	0.2x
Temettü verimi	%1.6	%1.7	%1.1	%1.3	%3.1
Serbest nakit akışı verimi	-%4.3	%4.7	-%5.3	%3.6	%5.1

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Yatırım Merkezlerimiz

Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 7-9
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

Saraylar Mah. 2. Ticari Yol No: 32 Kat: 5
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 55-55-56

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. Sultan Hamam Cad.
Kavuncu İş Merkezi No: 17 Kat: 1 D: 2
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

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.