



Oncosem Onkolojik Sistemler Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu

24 Ekim 2022



İçindekiler	Sayfa
• Kısaltmalar	3
• Raporun Amacı & Etik İlkeler	4
• Yönetici Özeti	6
• Temel Yatırım Unsurları & Riskler	8
• Değerleme Özeti	12
• Şirket Profili	13
• Ürünler	17
• Satışlar	18
• Finansal Analiz	20
• Değerleme Yöntemleri	31
• İndirgenmiş Nakit Akışı	32
• Piyasa Çarpanları	40
• Sektör	46

KISALTMALAR

Kısaltma

A.Ş.	Anonim Şirket
A.B.D.	Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları, USD	Amerika Birleşik Devletleri'nin resmi para birimi
A.D.	Anlamı Değil
AOSM	Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti
AR-GE	Araştırma ve geliştirme
BİST	Borsa İstanbul
CRR	Sermaye Yeterlilik Oranı (Toplam Yatırım/Satış)
DSÖ	Dünya Sağlık Örgütü
EBITDA	FAVÖK-Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar
EBIT	Esas Faaliyet Karı
EV	Firma Değeri
EVA	Ekonomik Katma Değer
FVFM	Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli
Grup	Oncosem ve Santek
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
İNA	İndirgenmiş nakit akımları
Info Yatırım	Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
İSO	İstanbul Sanayi Odası
Kurul, SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
KKO	Kapasite Kullanım Oranı
KDV	Katma Değer Vergisi
M.D.	Mevcut Değil
OECD	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
ROA	Aktif Karlılık
ROIC	Yatırımın Getirisi
ROE	Özkaynak Getirisi
SGK	Sosyal Güvenlik Kurumu
SGP	Satın Alma Gücü Paritesi
SMM	Satılan Malın Maliyeti
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	Türk Lirası
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
YK	Yönetim Kurulu
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

RAPOR ÖZETİ

Raporun Amacı

Bu rapor, Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Info Yatırım) ile Oncosem Onkolojik Sistemler San. ve Tic. A.Ş. (Şirket) arasında 30 Mayıs 2022 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerler Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Etik İlkeler

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket pay sahiplerine zarar vermeyecek bir şekilde yürütülmüştür.

Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.

Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamıştır.

Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme projesi gizlilik içerisinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.

Müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli bir şekilde hareket edilmiştir.

Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.

Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.

Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız ve objektif tavsiyelere bağlı değildir.

Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Sınırlayıcı Şartlar

Değerlememizde kullanılan veriler, Şirket adına Eren Bağımsız Denetim A.Ş. (Grant Thornton) tarafından 2019-2020 ve 2021 yılları ve 2021/06-2022/06 ara dönemi için hazırlanan bağımsız denetim raporuna, kamuya açık olan kaynaklardan elde edilen bilgilere Bloomberg-Finnet-Rasyonet veri tabanına ve talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilere dayanmaktadır.

Info Yatırım değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere Info Yatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış, bu bilgilerin güvenilirliği ve doğruluğu teyit edilmemiştir.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği ve Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır. Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Farklı tarihlerdeki finansal verilerle değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir. Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki, vergisel ve finansal durum tespit çalışması yapılmamıştır.

Değerlemesi Yapılacak Varlık

Yapılan değerlendirme kapsamında Şirket paylarının tamamının değeri bulunarak 1 TL nominal değerli payın değeri hesaplanmıştır.

Değerleme Tarihi

Değerleme tarihi aynı zamanda rapor tarihi olan 24 Ekim 2022'dir.

Değerleme Para Birimi

Yapılan değerlendirme çalışmasında para birimi olarak Türk Lirası kullanılmıştır.

Değer Esası

Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak Pazar Değeri dikkate alınmıştır.

Uluslararası değerlendirme standartları uyarınca Pazar Değeri, bir varlık ya da yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgilil ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır.

Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı karar uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar Başlığının F Maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahnamenin bir parçası olan işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan bilgilerin sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

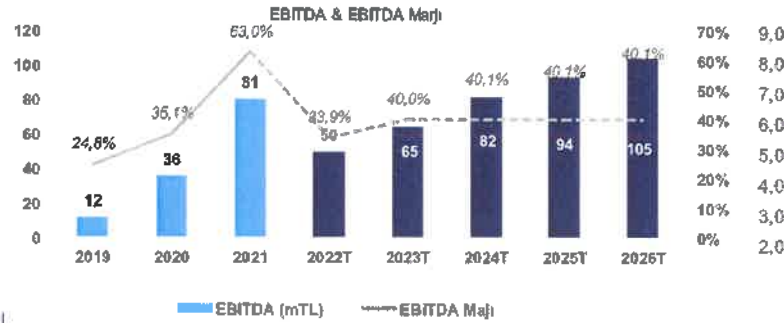
Değerleme Uzmanına İlişkin Bilgiler

Hüseyin GÜLER, Genel Müdür Yardımcısı

Hüseyin Güler, 2006 yılında Marmara Üniversitesi Sermaye Piyasası ve Borsa Bölümünden mezun olup, 2010 yılında Marmara Üniversitesi'nde Sermaye Piyasası alanında yüksek lisans derecesine sahip olmuştur. 2005 – 2013 yılları arasında Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'de Kurumsal Finansman ve Araştırma departmanlarında görevler üstlenmiştir. 2005 yılından itibaren yapılan gerek lider olarak gerekse de konsorsiyum üyesi olarak girilen halka arzlarda aktif rol almış, şirket değerlemesi, halka arz, sermaye artırımına aracılık, pay alım teklifi projelerinde çeşitli görevler üstlenmiştir. Araştırma bölümünde günlük raporlamalara ek olarak dayanıklı tüketim, enerji, çimento, hava-ulaşım, gayrimenkul sektörlerine yönelik şirket değerlendirme ve sektör raporları da hazırlamıştır. Mart 2013 – Nisan 2019 dönemleri arasında A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'de kurumsal finansman müdürü olarak görev yapmış olan Hüseyin GÜLER, 10 şirketin halka arz projesi, 2 şirketin de özel sektör bono ihracı projelerinde görev almıştır. Bununla birlikte halka arz konsorsiyum üyelikleri, sermaye artırım, pay alım teklifi ve ayrılma hakkı işlemlerine aracılık, marka ve şirket değerlendirme projelerini aktif olarak yürütmüştür. 2019 yılı Nisan ayından itibaren Info Yatırım'da kurumsal finansmandan sorumlu genel müdür yardımcısı olarak görev yapan Hüseyin Güler, Info Yatırım bünyesinde 10 şirketin halka arz projesi, 7 şirketin özel sektör bono ihracı, çeşitli şirketlerin sermaye artırım, pay alım teklifi & ayrılma hakkı ve değerlendirme projelerini yürütmüş olup, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3, Türev Araçlar ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı'na sahiptir.

Yatırım Tezi

Grafik:1 2022'de Covid-19 test kâi satışlarının gerilemesinin etkisi ile EBITDA marjının %33,9 seviyesine inmesi sonraki yıllarda ise %40 bandına oturması beklenmekte...



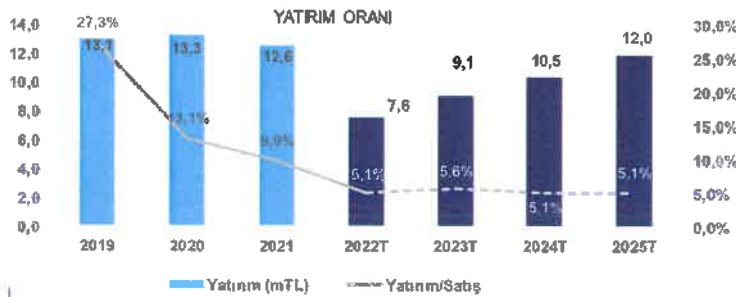
Kaynak: Şirket Tahminleri

Grafik:2 2019-2022/03 döneminde güçlü mali veriler...



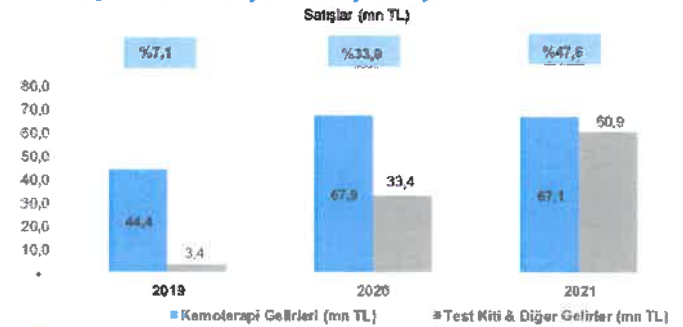
Not: H skor 0 seviyesini; Z skor 1,23 seviyesini aşınca güçlü finansal başarı işaret verir.
Kaynak: Taş ve Toprak Dayalı Sektörde Faaliyet Gösteren Şirketlerin Finansal Başarı ve Risklerinin Tahmini,
edilmesi, Ömer Haldemir Üniversitesi İİBF Dergisi, 2020, Fatma Akyüz

Grafik:3 Son üç yılda sarf malzemelerini üretmek için yatırım harcamaları satış oranı %10'un üzerinde gerçekleşmiştir. Sonraki yıllarda ise yeni hastane anlaşmaları ve revizyon yatırımlarının etkisi ile oranın %5 bandına oturması beklenmekte...



Kaynak: Şirket Teahhütleri

Grafik:4 Covid-19 salgınında yönetimin hızlı davranarak test kiti üretmeye başlamasının etkisi ile satışlar içerisindeki test kiti & diğer gelirlerin payı %7 seviyelerinden %48 seviyesine kadar yükselmiştir....



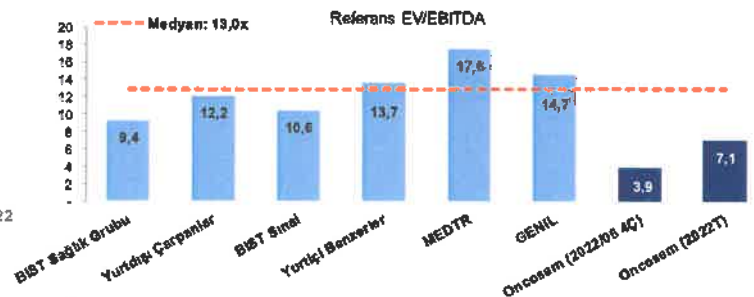
Kaynak: Şirket

Grafik 5: Yurtdışı şirketlerin E/EBITDA çarpanı yurtdışı şirket çarpanlarına göre
İskontolu İşlem görmektedir...



Kaynak: Bloomberg & Finnet

Grafik: 6 Ulaşılan halka arz değeri mevcut karlılık seviyesinde referans değerlerin altındadır...



Kaynak: Bloomberg & Finance

Temel Yatırım Unsurları

Kompakt üretim yapısı müşteriler nezdinde tercih sebebi

Düşük işçilik maliyeti ve sarf malzemelerinin düşük maliyetlerle bünyede üretilmesi ihracat ve sağlık turizmi adına önemli bir potansiyel

Sektörün sıkı bir şekilde regüle edilmesi sektörde giriş bariyerini yükseltmektedir

2021 yılı ihalelerinin %48'i Oncosem tarafından kazanılmıştır

Düşük borçluluk ve ilişkili taraf işlem hacmi sade yapıya işaret etmekte

Esnek üretim kabiliyeti. Kemoterapi ilaç hazırlamanın tüm safhalarında kullanılan, cihaz, yazılım, set ve konektörlerin önemli bir kısmının Şirket bünyesinde üretilmesinden dolayı, Şirket esnek üretim kabiliyetine sahiptir. Bu durum Şirket'e maliyet avantajı sunduğu gibi müşteri isteklerine bağlı olarak üretim planlamasında ve ürün özelliklerinde değişiklik yapabilme yeteneği kazandırmaktadır. İfade edilen kazanımın Şirket'i müşteriler nezdinde rakiplerine oranla daha tercih edilebilir kılması beklenebilir.

Niş bir alanda faaliyet gösterilmekte. Tıbbi cihaz sektöründeki uyulması gereken standartlar sebebiyle yurtiçinde ve Dünya'da tedarikçi firma sayısı azdır. Tıbbi cihaz sektörü sıkı bir şekilde kontrol edilen ve regüle bir sektör olup, üretilen, ithal ya da ihraç edilen tüm ürünler Ürün Takip Sistemi (ÜTS) ile izlenmektedir. Tıbbi Cihaz Yönetmeliği kapsamında olan ürünlerin, uymak zorunda olduğu biyo-uyumluluk, paketlenme ve sterilizasyon standartları ile mevzuatları bulunmaktadır. Hammaddenin/mamul konusunda tedarikçilere bağımlı olunması nedeniyle de olası tedarikçi değişikliklerinde testlerin yenilenmesi ve yetkili belgelendirme kuruluşlarından izin alınması zorunludur. Ek olarak Şirket bünyesinde tüm hizmetin kompakt olarak sunulabilecek şekilde bir yapınının gerçekleşmiş olması zamanla kazanılmış bir nitelik olmakla birlikte önemli bir katma değer olarak düşünülebilir. Ifade edilen katma değer kopyalanamayan ya da para ile satın alınamayacak bir know-how olarak değerlendirilebilmektedir. Bu durum sektöre giriş bariyerinin yukarı çekebilecektir. Söz konusu giriş bariyeri sektördeki firma sayısının rekabeti kızıştıracak seviyeleri çıkmasını engellemektedir. Bu durum sektördeki firmaların kar marjlarının devamlılığı için olumlu karşılanmaktadır.

Sektör İhalelerinin yarısına yakını Oncosem’de. Oncosem’in gelirleri arasında en büyük pay Devlet ve üniversite hastanelerine verilen kemoterapi ilaç hazırlama setleri satışından kaynaklanmakta ve söz konusu satışların tamamı gerçekleştirilen ihalelerin Şirket tarafından kazanılması sonucunda gerçekleşmektedir. Elektronik Kamu Alımları Platformu (EKAP) verilerine göre 2019 yılında yapılmış olan kemoterapi ile ilgili ihalelerin yaklaşık %32’sini, 2020’de %18’ini, 2021’de ise %48’ini Grup kazanmıştır. İhalelerdeki yüksek başarı oranı Şirket’in faaliyet alanında sahip olduğu tecrübe, yönetim ve hizmet kalitesinin bir göstergesi olarak düşünülebilir.

Düşük borçluluk ve ilişkili taraf işlemleri. 2022/06 itibarı ile Şirket'in net borç tutarı yaklaşık 9,3 mın TL olup Net Borç/EBITDA rasyosu 0,1x seviyesi ile düşük oranlardadır. Ek olarak Şirket'in ilişkili taraflar ile gerçekleştirilen işlem hacminin sınırlı seviyede olması dikkat çekmektedir.

İhracat ve sağlık turizmi potansiyeli. Yüksek kur nedeniyle Avrupalı rakiplere karşı düşük işçilik giderleri ve bazı sarf malzemelerinin bünyede ithalat maliyetlerine oranla daha düşük bedellerle üretilabiliyor olması Şirket ürünlerinin yurt dışı müşteriler nezdinde daha rekabetçi hale gelmesini sağlamaktadır. Bu durum ilerleyen dönemler için Kemoterapi İlaç Hazırlama Setleri Satışı için önemli bir ihracat potansiyeli oluştururken aynı zamanda yurtdışı müşterilerin Türkiye’de tedavi olmasını gerektirecek önemli bir maliyet avantajı sunmaktadır. Diğer bir ifade ile yurtdışı yerleşiklerden kaynaklanacak gelir potansiyeline ek olarak sağlık turizminden kaynaklanması beklenen gelir miktarının da yıllar itibari ile artması beklenebilir.

Riskler

Kemoterapi ilaçlarının SGK kapsamından çıkarılması gelirler için bir risk unsuru olarak görülmektedir

Hammadde tedarikinde aksamalar yaşanması. Küresel anlamda yaşanan tedarik zinciri kınılması problemi nedeniyle sektörde hammadde tedarik sorunları yaşanabilir. Hammadde arzındaki düşüşler sonucunda şirketler ihtiyacı olan ürünleri zamanında ve uygun fiyatlarla tedarik edemeyebilir ve faaliyetleri olumsuz etkilenebilir.

Döviz kurlarındaki oynaklık. Şirket'in hizmet vermesi için kullandığı sarf malzemelerinin bir bölümü ithal edilmektedir. Döviz kurlarındaki yukarı yönlü oynaklıklar Şirket'in kar marjlarını geçici bir süreliğine olumsuz etkileyebilir. Bununla birlikte Şirket'in 2022/06'da döviz fazlasında bulunması kur artışlarına karşı hedge mekanizması görmektedir.

Kemoterapi ilaçlarının SGK kapsamından çıkarılması. Kemoterapi ilaç uygulama ve hazırlama sistemlerinin SGK Sağlık Uygulama Tebliğine göre (SUT) geri ödeme listesinden çıkarılması durumunda Şirketin ürün ve hizmetlerine talep düşebilir ve Şirket'in faaliyetleri olumsuz etkilenebilir.

Mevzuat değişiklikleri. Şirket ve bağlı ortaklığı, düzenlenmiş ve sıkı kontrol altında olan bir sektörde faaliyet göstermekte olup, Türkiye ve yurt dışındaki sağlık hizmeti mevzuatlarında meydana gelebilecek değişiklikler Şirket ve bağlı ortaklığı faaliyetlerini olumsuz etkileyebilir.

Kansere yönelik kemoterapi haricindeki tedavilerin bulunması. Şirket'in gelir kalemlerinin önemli bölümü kemoterapi ilaç hazırlama gelirleri, kemoterapi ilaç hazırlama cihazlarının üretimi ve kemoterapi ilaç hazırlama ve uygulama setlerine yönelik sarf malzemenin üretiminden oluşmaktadır. İlerleyen dönemlerde kanserin tedavisine yönelik kemoterapi harici yöntemlerin geliştirilmesi Şirket'in gelirlerinin olumsuz yönde etkileyebilir. Örneğin Kanser aşısının geliştirilmesi kemoterapi tedavilerini askıya alacağından gelirler olumsuz etkilenecektir.

Üretim tesisleri ile ekipmanlarındaki olası sorunlar. Üretim tesislerinde ve depolarda meydana gelebilecek kazalar (yangın vb.) ile üretim ekipmanlarında meydana gelebilecek arızalar, ekipman yedek parça temininde gecikmeler, ihracçının faaliyetlerini aksamasına ve karlılığının düşmesine sebep olabilir.

Kanser için kemoterapi dışında aşı ya da ilacın geliştirilmesi Şirket'in en önemli ürününü işlevsiz kılacaktır

Yatırım Tezi

Stratejik Sektör



Bariyer– Faaliyet göstermek için birçok prosedürün sağlanmış olması ve kompakt bir üretim yapısı gerekeceğinden sektöre giriş bariyeri yüksek



Sektör – Sağlık harcamalarının zaruri bir ihtiyaç olması şirketin nakit akımlarını ekonomik dalgalanmalara karşı korunaklı kılmakta



Büyüme – Yaşam süresi, nüfus artışı ve sosyal devlet kavramının önem kazanması ile enflasyon üzerinde büyüme



İhracat–Yüksek kur ve bünyede üretim nedeniyle düşük maliyetler önemli ihracat ve sağlık turizmi potansiyeli sunmakta

Oncosem



Müşteri–Gelirlerin büyük bir bölümünün Devlet ve Üniversite hastanelerinin ihalelerinin kazanılması ile elde edilmesi



Yönetim– Covid-19 salgını karşısında test kollarının hızlıca üretilmesi proaktif ve esnek yönetim yapısına işaret etmekte



Rakip –, Sektöre giriş bariyerinin yüksek olması nedeniyle rakip firma sayısı düşük seviyelerde



Çarpan – Halka arz piyasa değeri benzerlerine göre daha düşük değerlendirilme çarpanlarına işaret etmekte



Borçluluk– Düşük borçluluk ve ilişkili taraf işlem hacmi sade bilanço yapısı ve düşük riskle işaret etmekte

Halka Arz Hikayesi

Kanser tedavileri için yapılan sağlık harcamalarının zaruri bir ihtiyaç olması; Enflasyon üzerinde büyüme ve aşağı yönlü risklere dirençli nakit akımları; Yüksek kur ve bünyede üretim nedeniyle düşük maliyetlerin önemli ihracat ve sağlık turizmi potansiyeli sunması ; Sektöre giriş bariyerinin yüksek olması nedeniyle rakip firma sayısının az olması; Covid-19 salgınında kazanılan know-how olası salgınlar için önemli bir tecrübe; Kompakt üretim yapısı ile müşteri taleplerine uygun esnek üretim kabiliyeti; Düşük borçluluk ve ilişkili taraf işlem hacmi; Gelirlerin önemli bölümünün Devlet ve Üniversite hastanelerinin ihalelerinin kazanılması ile elde edilmesi; Düşük ticari alacak riski



Şirket arzdan elde edeceği kaynağın %23'ü ile işletme sermayesi ihtiyacının finanse edilmesi,%36'sının planlanan üretim fabrikası yatırımı kapsamında kullanılması, %28'inin üretim kapasitesinin artırılmasına yönelik yapılacak makine ve ekipman yatırımları ve %13'ünün yurtdışı ünite merkezleri yatırımı kapsamında kullanılması planlanmaktadır.

Değerleme

Halka arz iskontosunu öncesi 428 mn TL adil piyasa değeri elde edilirken halka arz iskontosu sonrası 348 mn TL değere ulaşılmıştır

Yılın son çeyreğinde başlayan enflasyonist ortam ve test kitü satışlarındaki normalizasyon nedeniyle son 4 çeyrek EBITDA verileri yerine 2022 yılında beklenen EBITDA tahmini değerlendirilmiştir. Halka arz fiyatı ile belirlenen Şirket değeri, 2022 cari ve 2022'de beklenen EBITDA verilerine göre sırasıyla 3,9x ve 7,1x EV/EBITDA çarpanlarına işaret etmektedir

Yurt dışı büyümesi Grup için önemli bir fırsat olarak görülmekte birlikte değerlendirilmediği dikkate alınmamıştır

Duyarlılık analizinde Şirket değeri aralığı 294 mn TL ve 751 mn TL bandında hareket etmektedir

Değerleme Özeti

%19 halka arz iskontosunu. İNA yöntemine %80 ağırlık verilirken mevcut piyasa algısını da yansıtmak adına piyasa çarpanlarına %20 ağırlık verilerek şirket değeri tespit edilmiştir. Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre halka arz fiyatı belirlenirken tespit edilen değere %20 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Baz değere ek olarak iyimser ve kötümser nakit akış modelleri ve piyasa çarpanlarına göre duyarlılık yapılmış, baz değer için değer aralığı belirlenmiştir.

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık	Pay Başına Değer (TL)
Metodolojiler			
İNA	308	80%	15,49
Sınai Endeksi	907	10%	45,60
Sağlık Grubu	904	10%	45,43
Yurtiçi Benzerler	1.126	0%	56,57
Yurtdışı Benzerler	1.122	0%	56,38
Halka Arz Piyasa Değeri	428	100%	21,50
Halka Arz İskontosu	-19%		
Nihai Değer	348		17,50

Değer Çarpanları	2022-06	2022T
EV/EBITDA	3,9	7,1
F/K	4,3	m.d.
EV/Net Satış	2,2	2,4
PD/DD	4,0	m.d.

İNA Duyarlılık Analizi

Piyasa çarpanları ve İNA yaklaşımı için iyimser ve kötümser senaryolar simüle edilmeye çalışılmış; değerlerin oynaklığı ortaya konulmuştur. Baz senaryoda İNA değerinin yaklaşık %63,3'ü projeksiyon dönemindeki beklentilerden kaynaklanırken, İNA modeli iyimser ve kötümser senaryolarda 294-386 mn TL bandında hareket etmektedir. Tüm değer senaryoları ise 294 mn TL ve 751 mn TL bandında hareket etmektedir.

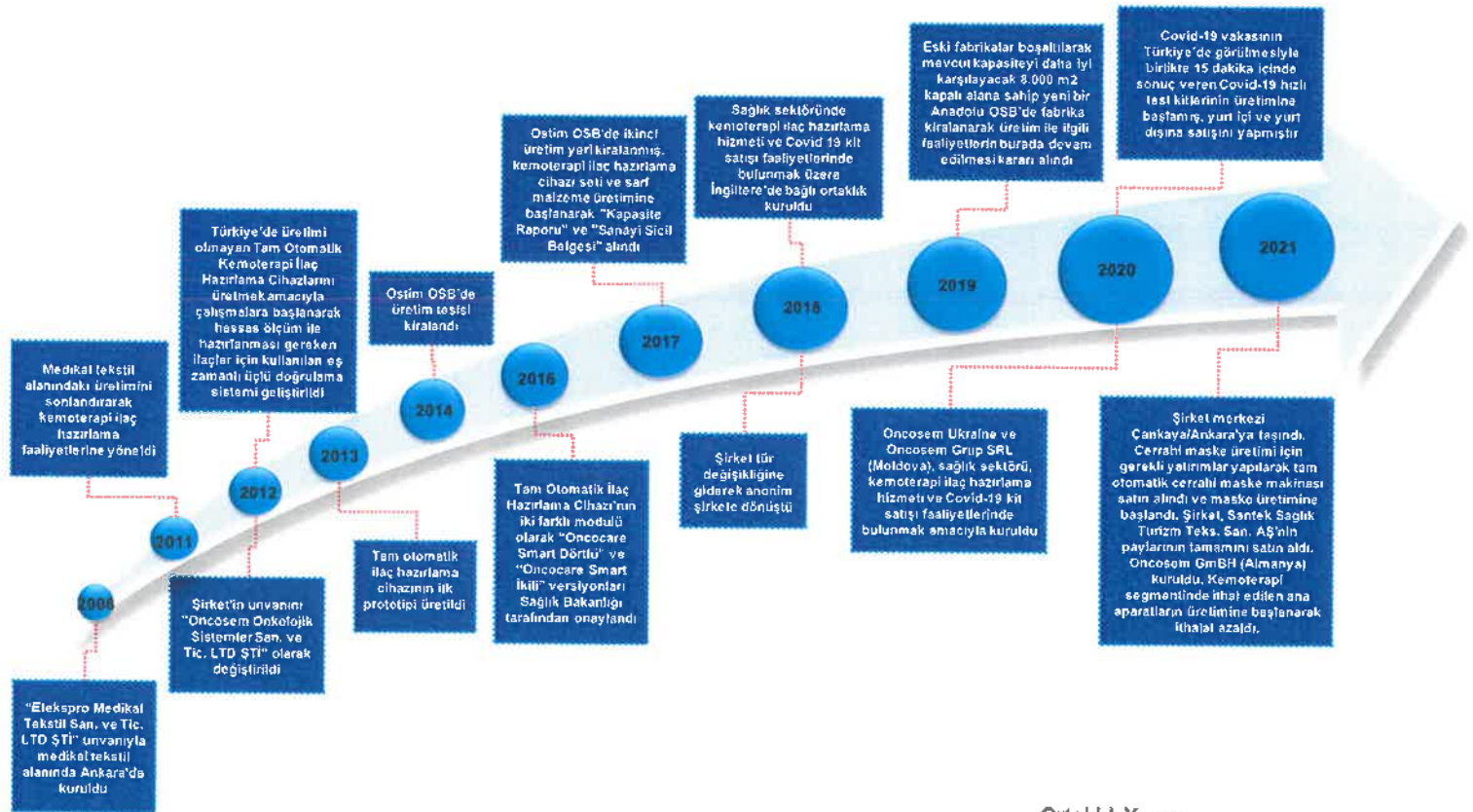
Şirket Profili

Şirket faaliyetlerini kemoterapi ilaç hazırlama hizmetleri, cihaz satışları ve test kiti satışları olmak üzere üç ana kalemdе yürütmektedir

Şirket, Türkiye’de otomatik kemoterapi ilaç hazırlama sistemlerinin ilk üreticisi konumunda olup hâkim ortağın sektöründe 25 yılın üzerinde tecrübesi bulunmaktadır

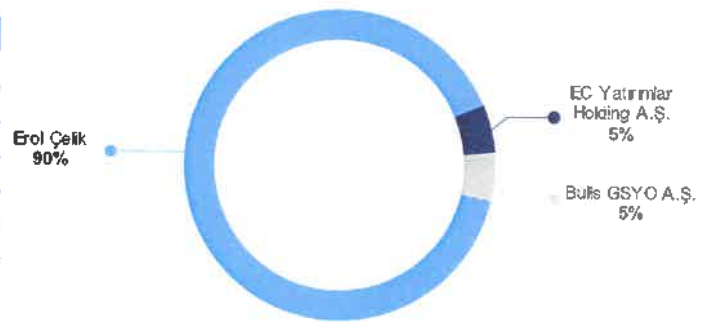
2008 yılında kuruldu. Oncosem Onkolojik Sistemler Sanayi ve Ticaret AŞ (“Şirket”), 2008 yılında “Etekspro Medikal Tekstil Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti.” unvanıyla kurulmuş, 2012’de unvan değişikliğine giderek unvanı “Oncosem Onkolojik Sistemler Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti.” olarak değiştirilmiş ve son olarak 2018’de tür değişikliğine giderek unvanı “Oncosem Onkolojik Sistemler Sanayi ve Ticaret A.Ş.” olarak değiştirilmiştir. Şirket, mevcut durumda tam otomatik kemoterapi ilaç hazırlama cihazlarının üretimi, kemoterapi ilaç hazırlama ve uygulama setlerine yönelik sarf malzemenin üretimi, kemoterapi ilaçlarının hazırlanması ve uygulanması için ithal edilen/üretilen serum torbaları, hortumları ve bağlantı aparatlarından oluşan ilaç hazırlama ve uygulama setleriyle hastalara hizmet verilmesi, Covid-19 hızlı antijen ve antikor test kiti üretimi, cerrahi maske üretimi, kamu hastaneleri, üniversite hastaneleri ve özel hastanelerde kemoterapi ilaç hazırlama ünitelerinin kurulması ve işletilmesi faaliyetlerini gerçekleştirmektedir. Şirket’in mevcut durumda toplamda 2.070 m² alana sahip yönetim binası ve 10.000 m² alana sahip fabrikası/şubesi bulunmaktadır.

Ana ortaklar. Şirket’in ana ortağı olan Erol Çelik, iş hayatına ve sektöre 1996 yılında atılmış olup sektörde önemli bir tecrübeye sahiptir. Erol Çelik, 2021 Aralık’ta Oncosem’in sermayesinde sahip olduğu paylarının %5’ini pay başına 10,05 TL’den 10.000.000 TL karşılığında EC Yatırımlar Holding A.Ş.’ye; %5’ini pay başına 10,05 TL’den 10.000.000 TL tutar karşılığında Bulls Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.’ye satılmıştır.



Ortaklık Yapısı			
Ortaklar	Pay Grubu	Nominal, TL	Oran
Erol Çelik	A	3.980.000	20,0%
	B	13.930.000	70,0%
EC Yatırımlar Holding A.Ş.	B	995.000	5,0%
Bulls GSYO A.Ş.	B	995.000	5,0%
Toplam	A + B	19.900.000	100%

Ortaklık Yapısı



Şirket Profili

8.000 m²'si kapalı olmak üzere toplamda 10.000 m²'lik üretim tesisi

2019 yılında üretim kapasitesini ve verimini yükseltmek amacıyla Ankara Anadolu Organize Sanayi Bölgesinde yeni bir fabrika kiralamış ve taşınmıştır

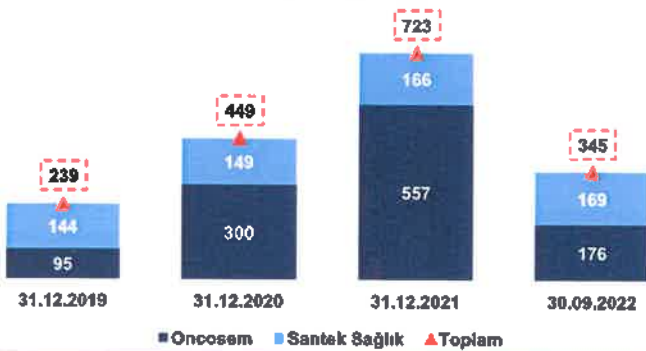
Konsolidasyonda yer alan Santek Sağlık ilgili ürünlerin satışında aktif bir firmadır

Personel. Şirket'in 2019 yılında 239 olan konsolide personel sayısı, 2020 yılında 449'a, 2021 yılında ise 723'e yükselmiştir. Şirket'in artan iş hacmi ve Covid-19 Pandemisi dönemi itibarıyla test kiti üretimine başlanması kapsamında personel ihtiyacı oluşmuş ve bu kapsamda 2020 ile 2021 yıllarında sürekli personel alımı yapılmıştır. 30.09.2022 dönemi itibarıyla ise test kiti üretim faaliyetlerinin durdurulması ile birlikte bu kapsamda alınan personellerin sözleşmeleri karşılıklı anlaşarak feshedilmiş ve personel sayısı 345'e gerilemiştir. Şirket tarafından test kiti satışlarının ilerleyen yıllar içerisinde azalarak sonlanacağını varsayılmaktadır. Mevcut durumda test kiti üretimi durdurulmuştur. Satışlar mevcut stoklar üzerinden yapılmakta olup vaka sayısındaki artışa göre test kiti üretimi alanının aktif edilebileceği Şirket yönetimi tarafından tarafımıza ifade edilmiştir.

Üretim Tesis. Mevcut durum itibarıyla Şirket, üretim faaliyetlerini Sincan/Ankara'da bulunan kiralık üretim fabrikasında gerçekleştirmektedir. Söz konusu üretim fabrikası, 8.000 m²'si kapalı, 2.000 m²'si açık alan olmak üzere toplamda 10.000 m² alana sahiptir. Kapalı alanın 1.500 m²'lik bölümü cihaz üretim alanı, 1.000 m²'lik bölümü kemoterapi ilaç hazırlama, uygulama set ve adaptörlerin üretim alanı, 1.000 m²'lik bölümü enjeksiyon makinalarının bulunduğu setlerde kullanılan bağlantı aparatlarının üretim alanı, 1.500 m²'lik alanı Covid-19 test antijenlerinin üretim ve paketlenme alanı, 2.500 m²'lik kısmı depolama alanı ve 500 m²'lik alan ise ofis ve sosyal alan olarak kullanılmaktadır. Şirket'in merkez ofisi Çankaya/Ankara'da yer almakta olup toplam 1.870 m² kapalı, 200 m² açık alandan oluşmaktadır.

Bağlı Ortaklıklar. Santek Sağlık Turz. Tek. San. A.Ş. ("Santek Sağlık"); 2006 yılında Ankara'da kurulmuştur. Şirket'in ana faaliyet konusu tıbbi cihazların pazarlaması ve satışı ile kemoterapi ilacı hazırlama hizmeti verilmesidir. Şirket, kemoterapi ilaç hazırlama setleri satışlarını bağlı ortaklığı Santek Sağlık ile birlikte yürütmektedir. Bu durumun temel sebebi bu hizmet kapsamında yapılan satışların büyük kısmının ihale usulü ile devlet ve üniversite hastanelerine yapılmasıdır. Bu ihalelere katılmanın en önemli şartlarından birisi, iş bitirme belgesi olup Santek Sağlık, 2006 yılında Şirket'ten önce kurulmuş ve yapmış olduğu işler sayesinde bu ihalelere katılmak için gerekli iş bitirme belgelerine sahiptir. Bu nedenle Şirket, üretmiş olduğu ürünleri Santek Sağlık'a satmakta ve kemoterapi ilaç hazırlama hizmeti çoğunlukla Santek Sağlık üzerinden verilmektedir. Bununla birlikte ihale büyüklüklerine göre ilgili hizmet, Şirket tarafından doğrudan da verilebilmektedir.

Personel Sayısı



Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, Şirket

Testis Bilgileri

Tesis Adı	Yönetim Binası	Fabrika/OSB Şubesi
Büyükliği	2.070 m ²	10.000 m ²
Açık Alan	200 m ²	2.000 m ²
Kapalı Alan	1.870 m ²	8.000 m ²
Konumu	Çankaya / Ankara	Sincan / Ankara
Kullanım Amacı	Şirket Merkez Ofisi-Yönetim Binası	Fabrika Binası-Üretim Tesis
Mülkiyet Durumu	Şirket ana pay sahibi Erol Çelik'e aittir.	Kira

Kaynak: Şirket

Bağlı Ortaklık	Kuruluş ve Faaliyet Yeri	Faaliyet Konusu	Sermayesi (30.06.2022)	Oncosem'in Şirket Sermayesindeki Payı
Santek Sağlık Turizmi Tekstil ve Sanayi A.Ş.	Türkiye	Tıbbi cihaz pazarlama ve satışı	7.700.000 ₺	100%

Kaynak: Şirket

Yönetim Kurulu

Erol Çelik
YK Başkanı
- Genel
Müdür

► 1989 yılında Sarıyer'de doğan Erol Çelik, 1992 yılında Atatürk Üniversitesi'nde Elazığ Meslek Yüksekokulu İktisadi ve İdari Programlar Turizm ve Otelcilik bölümünü, sonrasında Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Çalışma Ekonomisi ve Endüstri İlişkileri bölümünü bitirmiştir. İş hayatına 1996 yılında, hastane enfeksiyonları ile mücadele ve biyogüvenlik alanında yöneticilik ve şirket ortaklığı ile başlamış, 2006 yılında ise SanteK Sağlık, 2008 yılında Etekspro Medikal Tekstil Ltd. Şti.'yi kurmuştur. Ayrıca, laboratuvar sistemleri ve hizmetlerini yürütmek için Plüton Özel Tanı Tedavi Laboratuvar Tahsil Sağlık Hizmetleri ve Organizasyonu Pazarlama ve Ticaret Ltd. Şti.'yi kurmuştur.

Fatma Çelik
YK Üyesi

► 1979 yılında Ankara'da doğan Fatma Çelik, 2013 yılında Anadolu Üniversitesi'nde İktisat Fakültesi Kamu Yönetimi Bölümünü, sonrasında Anadolu Üniversitesi Açıköğretim Fakültesi İlahiyat bölümünü bitirmiştir. Plüton Özel Tanı Tedavi Laboratuvar Tahsil Sağlık Hizmetleri ve Organizasyonu Pazarlama ve Ticaret Ltd. Şti.'nde 2013 yılından itibaren %50 oranında pay sahibi, SanteK Tarama Hayvancılık Turizm Tekstil Gıda İnşaat Enerji Sağlık San. ve Tic. Ltd. Şti.'nde 2018 yılından itibaren tek pay sahibidir. 2014 yılından itibaren Oncosem Onkolojik Sistemler San. ve Tic. A.Ş.'de idari işler alanında aktif olarak görev almakta olup, 2022 yılı itibarıyla Oncosem'in yönetim kurulu üyeliğine atanmıştır.

Tevhide
Sarıtış
YK Üyesi

► 1993 yılında Ankara Cumhuriyet Ticaret Lisesi'ni, 1997 yılında da Gazi Üniversitesi'nde İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme bölümünden mezun olmuştur. 1997-2007 tarihleri arasında Roketsan Roket Sanayi ve Ticaret A.Ş.'de uzman olarak, 2006-2007 tarihleri arasında TRavelex Ankara Döviz Ticareti Yetkili Müessesesi A.Ş.'de müdür olarak, 2010-2016 tarihleri arasında da Toplu Konut İdaresi Başkanlığı'nda Uzman olarak çalışmıştır. 2016 yılından beri SanteK Sağlık A.Ş.'de çalışmakta olup, 2022 yılı itibarıyla Oncosem'in yönetim kurulu üyeliğine atanmıştır.

Kuddusi
Müftüoğlu
Bağımsız
YK Üyesi

► 1970 yılında Alanya'da doğan Kuddusi Müftüoğlu, 1988 yılında Konya Anadolu Lisesi'ni, 1994 yılında Dokuz Eylül Üniversitesi Mimarlık Fakültesi Şehir ve Bölge Planlama bölümünü bitirmiştir. 1992 - 1999 yılları arasında Süper Lig hakemliği yapmıştır. 2003 yılında FIFA Hakemi olan Kuddusi Müftüoğlu, 2015 yılında Türkiye Futbol Federasyonu Merkez Hakem Kurulu Başkanlığı yapmıştır. 2013 yılından beri, Onurtaş Turizm İnşaat A.Ş. bünyesinde yönetim kurulu başkanlığını yapmakta olup, aynı zamanda söz konusu şirkette %1 oranında pay sahibidir. 2022 yılı itibarıyla Oncosem'in bağımsız yönetim kurulu üyeliğine atanmıştır.

Zerrin
Çavuşoğlu
Bağımsız
YK Üyesi

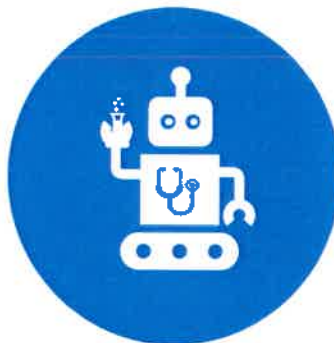
► 1976 yılında Muğla'da doğan Zerrin Çavuşoğlu, 1993 yılında Köyceğiz Naip Hüseyin Lisesi'ni, 1999 yılında da Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat bölümünü bitirmiştir. 2000-2007 yılları arasında Güven Sigorta A.Ş.'de uzmanlık statüsünde çeşitli alanlarda çalışarak sonrasında 2007-2008 yıllarında Groupama Sigorta'ya geçiş yapmıştır. 2009 yılında Groupama Sigorta'daki görevinden ayrılarak Deneyim Sigorta Aracılık Hizmetleri Ltd. Şti.'ni kurmuştur. 2020 yılından bu yana da tarım sektöründe faaliyet gösteren Deneyim Organik Tarama Hayvancılık İnşaat Turizm Ticaret Ltd. Şti.'nde tek pay sahibi olup, aynı zamanda 2022 yılı itibarıyla Oncosem'in bağımsız yönetim kurulu üyeliğine atanmıştır.

Ürünler

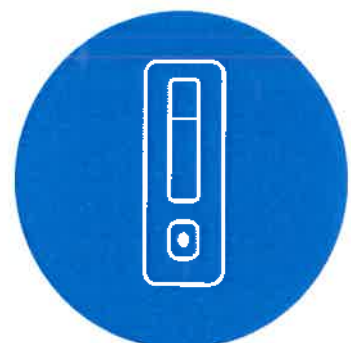
Kemoterapi İlaç Hazırlama Setleri



Cihaz Satışları



Test Kiti



FAALİYET ÖZETİ

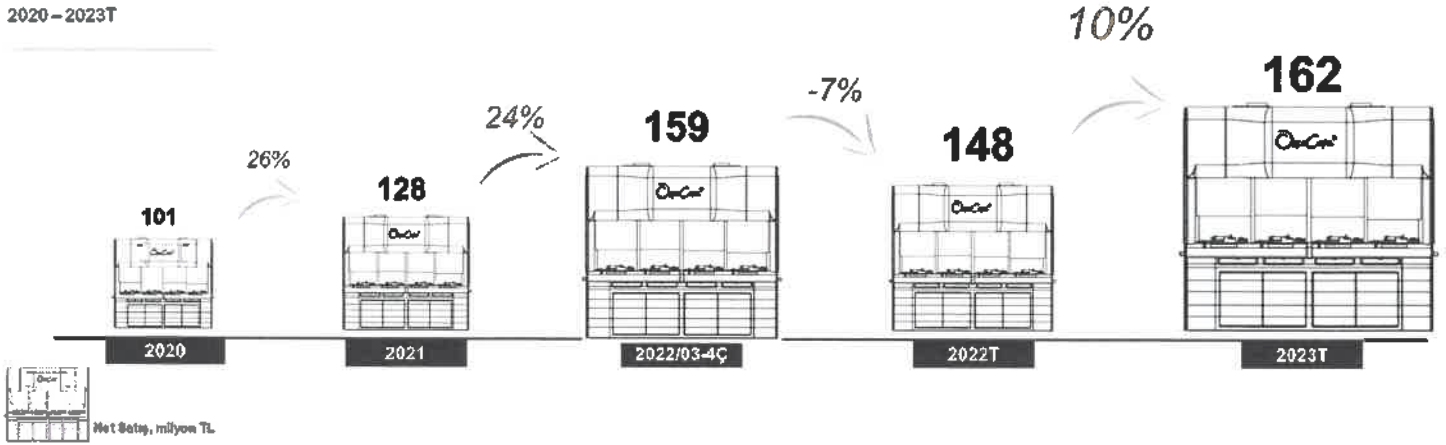
Ortaklar & Kuruluş	İhracat & Ürünler	Sektör																		
Ortaklar 90% Erol Çelik 5% EC Yatırımlar Holding A.Ş. 5% Buils GSYO A.Ş. 2008 yılında kuruldu 10.000 m ² toplam fabrika alanı Merkez: Çankaya / Ankara Çalışan Sayısı: 345	Ürünler - Kemoterapi İlaç Hazırlama Setleri - Cihaz Satışları - Test Kiti İhracat 32,6 m TL İhracat (2022/06 4Ç) Mali Veriler <table> <tr> <th></th><th>2022/06 - 4Ç</th><th>2022T</th></tr> <tr> <td>Net Satışlar</td><td>159 mTL</td><td>148,4 mTL</td></tr> <tr> <td>EBITDA</td><td>91,2 mTL</td><td>50,3 mTL</td></tr> <tr> <td>Özkaynak</td><td>86,1 mTL</td><td>m.d.</td></tr> <tr> <td>Aktifler</td><td>125,9 mTL</td><td>m.d.</td></tr> <tr> <td>Net Kar</td><td>78,4 mTL</td><td>m.d.</td></tr> </table>		2022/06 - 4Ç	2022T	Net Satışlar	159 mTL	148,4 mTL	EBITDA	91,2 mTL	50,3 mTL	Özkaynak	86,1 mTL	m.d.	Aktifler	125,9 mTL	m.d.	Net Kar	78,4 mTL	m.d.	Sağlık hizmetleri harcamaları, ülkelerin sosyal ve ekonomik konjonktürlerine göre değişiklik göstermektedir. ABD, sağlık hizmetlerinde açık ara en çok harcama yapan ülke konumunda olup GSYİH'den aldığı pay %16,8 oranındadır. ABD'yi %12,5 ile Almanya ve %11,3 ile İsviçre takip etmektedir. Meksika, Türkiye, Çin, Endonezya ve Hindistan gibi bazı ülkeler milli gelirlerinin %6'sından daha azını sağlık endüstrisine harcadı. OECD ülkelerinin ortalaması kişi başı sağlık harcaması 4.000 SGP USD'nin üzerinde olmakla birlikte kişi başına yaklaşık 11 bin SGP USD ile ABD, 7 bin SGP USD ile İsviçre, 6,7 bin USD ile Norveç en çok harcamayı yapan ilk üç ülke oldu. OECD ülkeleri arasında kişi başına düşen sağlık harcaması ve sağlık harcamasının GSYİH'ye oranı sıralamasında Türkiye son sıralarda yer almıştır. TÜİK verilerine göre Türkiye'de toplam sağlık harcaması 2020 yılında bir önceki yıla göre %24,3 artarak 249 milyar 932 milyon TL'ye yükseldi. 2025 yılında Türkiye'de 490 milyar TL sağlık harcaması tahminleniyor. Küresel tıbbi cihaz sektörü 2020 yılında 432,2 milyar USD, 2021 yılında 455,3 milyar USD'lik büyüklüğe ulaşmış olup ülkemizde bu 2020 yılı için 17,2 milyar TL olarak gerçekleşmiştir
	2022/06 - 4Ç	2022T																		
Net Satışlar	159 mTL	148,4 mTL																		
EBITDA	91,2 mTL	50,3 mTL																		
Özkaynak	86,1 mTL	m.d.																		
Aktifler	125,9 mTL	m.d.																		
Net Kar	78,4 mTL	m.d.																		

Kaynak: OECD, TÜİK, Fitch Solution, Medtech Europe, Fortune Business

Mevcut durumda test kiti üretimi durdurulmuş olup satışlar mevcut stoklar üzerinden yapılmaktadır. Vaka sayısındaki artışa göre test kiti üretimi alanı aktif edilebilecektir.

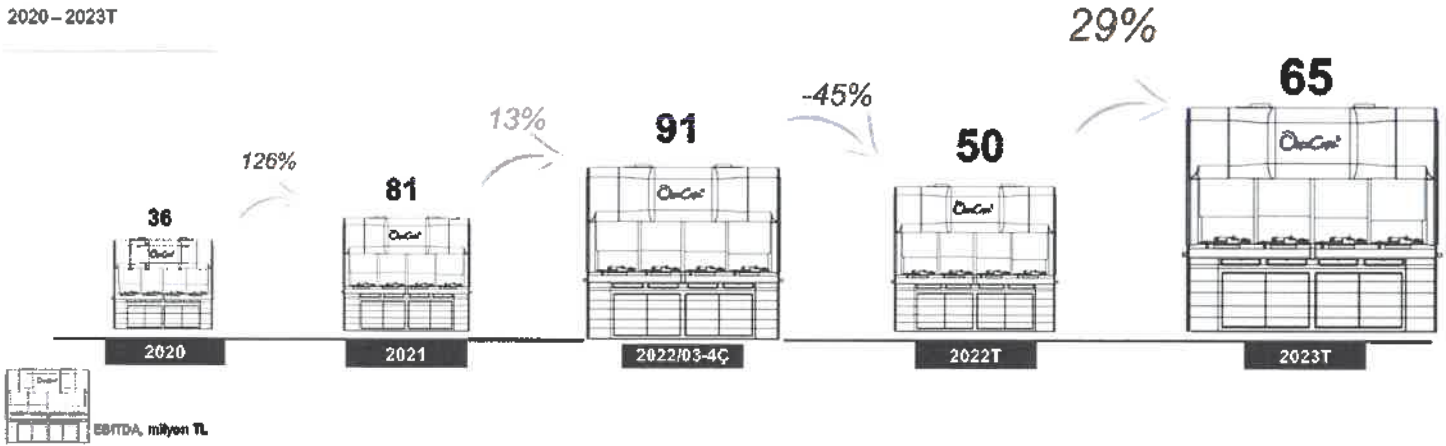
17% YBBO

2020 – 2023T



22% YBBO

2020 – 2023T



Ürünler

Şirket, kemoterapi ilaç hazırlama hizmetinde kullanılan sistem, yazılım, set ve aparatları birbirine uyumlu olarak çalışacak şekilde tasarlamış, tüm üretim kapasitesi ve teknolojik altyapısını buna uygun olarak dizayn etmiştir

Şirket, Türkiye’de otomatik kemoterapi ilaç hazırlama sistemlerinin ilk üreticisi konumundadır

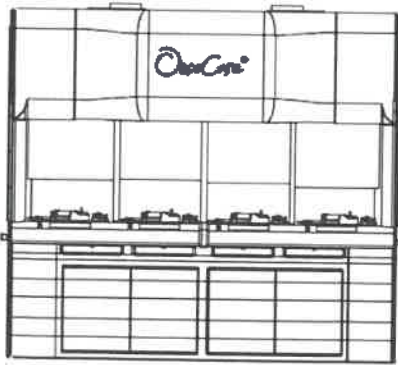
Öncesinde yurt dışından ithal edilen set ve bağlantı aparatları üretimi, mevcut durumda Şirket bünyesinde üretilmeye başlanmıştır

Bazı kuruluşlar, kemoterapi ilaç hazırlama hizmetinin ürün başına maliyetini düşürmek adına tam otomatik ilaç hazırlama cihazını satın almaktadır. Şirket, bu kuruluşlara kemoterapi ilaç hazırlama hizmetini vermeye devam etmekle birlikte ürün başına daha düşük bir ücret almaktadır

Kemoterapi İlaç Hazırlama ve Uygulama Setleri. Kemoterapi tedavisinde, kanser türlerine göre farklı tedavi protokolleri uygulanmaktadır. Uygulanan protokole göre seçilen kemoterapi ilaç sayısı ve uygulama sıklığı farklılık göstermekte, onkolojik ilaç dozları ve süresi, tedavi gören hastanın yaşı, cinsiyeti, kilosu ve hastalığının evresine göre hekim tarafından belirlenmektedir. Genel olarak kamu hastaneleri bu hizmeti ihale yolu ile; özel hastaneler ise özel anlaşmalarla satın almakta olup kamu kurumlarında ihalenin kazanılmasıyla, özel kurumlarda ise sözleşmenin imzalanmasıyla süreç başlamaktadır. Öncelikle hizmeti alacak kurum tarafından ilaç hazırlama ünitesinin kurulumunun yapılacağı yer tahsis edilir. Şirket ve/veya SanteK Sağlık tarafından hasta kapasitesine göre en uygun boyutlarda, alandaki partikül konsantrasyonunu ve partiküllerin alan içerisine girişini kontrol edebilen, ilgili standartlara göre üretilmiş sistemler olan temiz oda yapımı ve kurulumu gerçekleştirilir. Temiz oda içerisinde gerekli tefrişat ve düzenlemeler yapıldıktan sonra yeterli sayıda tam otomatik ilaç hazırlama cihazları, ilaç hazırlama ve uygulama setleri kemoterapi ilaç hazırlama ünitesine yerleştirilir. Ünite içerisinde çalışacak personellerin İstihdamı Şirket ve/veya SanteK Sağlık tarafından sağlanır. Kemoterapi uygulanacak hastanın ilaçları, protokolüne göre, operatörler tarafından SF ve Dextroz (şekerli ve tuzlu serum) ile karıştırılarak hastanın ilacı hazırlanır. Kemoterapi ilaç hazırlama hizmeti başladıktan sonra, her aybaşından sonuna kadar yapılan ilaç hazırlama işlemleri, ürün başına hazırlanan ilaç bedeli olarak kuruma ay sonunda hak ediş düzenlenerek fatura edilir. Şirket, ilaç hazırlama hizmetinde kullanılan cihaz ve otomatik sistemleri, bu sistemle birlikte kullanılan yazılım, ilaç transfer-hazırlama uygulama setleri ve kapalı sistem konektörlerin üretimi Şirket tarafından gerçekleştirilmektedir. Kullanılan tüm sistemlerin yazılımları, Şirket’in bilgi işlem ekibi tarafından yapılmaktadır. Yönetim’e göre kemoterapi ilaç hazırlama ve uygulama sistem ve ürünleri katma değeri yüksek, dünyada çok az üreticisi olan spesifik bir alandır.

Tam Otomatik Kemoterapi İlaç Hazırlama Cihazı. Oncocare, çok hassas ölçümler ile hazırlanması gereken ilaçlar için kullanılabilen tam otomatik ilaç hazırlama cihazıdır. Bu cihaz hassas ölçümler yaparak operatörün doğrudan müdahalesi olmadan hata payını en aza indirgeyerek hızlı ve etkili şekilde ilaç hazırlanması için kullanılmaktadır. 4 veya 2 modüllü olarak iki farklı model ile satışı gerçekleştirilen cihazda modül sayısı kadar farklı ilaç aynı anda hazırlanabilmektedir. Cihaz, hassas ölçümler ile hazırlanması elzem olan ilaç ve ilaç karışımlarının hazırlanmasını sağlayan bir enjektör kontrol grubu ile farklı boyutlarda enjektörler ile hassas bir şekilde çalışma özelliğine sahiptir. Şirket, Türkiye’de otomatik kemoterapi ilaç hazırlama sistemlerinin ilk üreticisi olarak pazara çıkmasının yanında, Dünya’da robotik olarak adlandırılan sistemlerin kapasitesinin üzerinde çalışma potansiyeli ile bir rekabet oluşturmuştur. Otomatik kemoterapi ilaç hazırlama cihazı ve cihazla birlikte kullanılan yönetim yazılımı, kemoterapi ilaç hazırlama ve uygulama setleri, ile bağlantı aparatları ve adaptörlerinin (Oncovalve, Oncovial, Spike) üretimi Şirket bünyesinde gerçekleştirilmektedir.

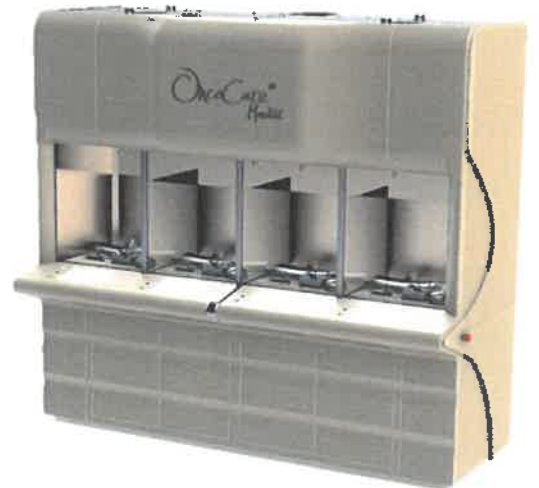
Test Kiti Satışları. Şirket, test kiti satışları kapsamında, Covid-19 virüsünü tespit etmeye yönelik hızlı antijen ve antikor test kitlelerinin üretimini ve satışını yapmaktadır



4 modüllü



2 modüllü



Satışlar

Şirket'in gelirleri temel olarak kemoterapi ilaç hazırlama hizmetleri, cihaz satışları ve test kiti satışlarından oluşmaktadır

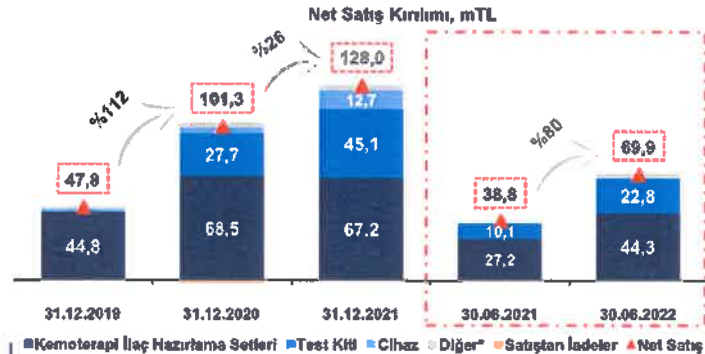
Covid 19 salgını ile birlikte test kiti satışları hasılatta önemli bir yer edinmiş olup ilerleyen yıllarda azalarak sonlanacağı varsayılmaktadır

Şirket, mevcut durum itibarıyla 39 farklı merkezde kemoterapi ilaç hazırlama hizmeti verirken bu merkezlerin 26'sı Marmara Bölgesi'nde 5'i Akdeniz Bölgesi'nde yer almaktadır. 2022/06 dönemi itibarıyla son 4 çeyrekte yapılan satışların %47'si Marmara Bölgesi'nde yapılmıştır

Satışlarda istikrarlı büyüme. Şirket faaliyetleri temel olarak kemoterapi ilaç hazırlama ve uygulama seti satışlarından oluşmakta olup Covid 19 salgını ile birlikte 2020 yılından itibaren test kiti satışları da hasılatın içinde önemli bir yer edinmiştir. 2019 yılında 47,8 mn TL net satış geliri elde eden Şirket, pandemi ile birlikte satışına başlanan hızlı test kiti satışlarının da hasılatta yer alması, ihracat ve ana faaliyet olan kemoterapi ilaç hazırlama seti gelirlerindeki artış akabinde net satışlar yıllık %112 artışla 101,3 mn TL'ye yükselmiştir. 2022'nin ilk yarısında test kiti satışları ve kemoterapi ilaç hazırlama setleri satışlarındaki artış öncülüğünde net satışlar %79,9 artış göstererek 69,9 mn TL'ye yükselmiştir. 2020 yılındaki hızlı büyüme baz etkisi oluşturmuş ve 2021'de net satışlar %26,3 büyümüştür. 2022'nin ilk yarısında ise Covid 19 salgının etkisi devam etmiş, toplam satışların %33'ünü test kiti satışları, %63'ünü kemoterapi ilaç hazırlama setleri satışları oluşturmuştur. Kemoterapi ilaç hazırlama setleri satışlarında Şirket'in ürettiği kemoterapi ilaç hazırlama setleri ile hazırlanan ilaç sayısı ("ürün sayısı") 2019'da 480.797, 2020'de 525.562, 31.03.2021'de 137.351, 2021 yıl sonunda 568.139, 30.06.2022'de 322.590 adet olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılının ilk yarısında, 2021 yılına göre yurt içi ürün başına ortalama fiyat %72,7 artış göstererek 138 TL'ye yükselmiştir.

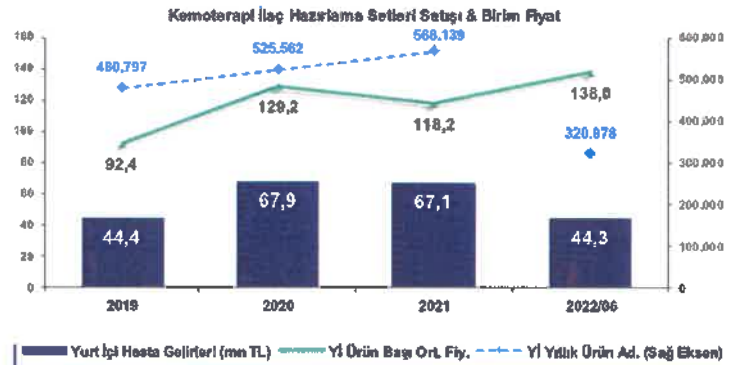
Yurt içi satışlarda en büyük pay devlet hastanelerinde. Şirket'in yurt içi satışlarında en büyük payı devlet hastanelerine yapılan satışlar alırken üniversite ve özel hastaneler diğer büyük satış kanallarıdır. Pandemi ile birlikte artan test kiti satışları devlet ve üniversite hastanelerinin satışlar içerisindeki payını görece düşürmüştür. Şirket, hastanelere gerçekleştirilen satışların yıllar içerisinde artarak devam edeceğini öngörürken test kiti satışlarının ilerleyen yıllar içerisinde azalarak sonlanacağını varsaymaktadır. Bayilere yapılan satışlar ise bazı kuruluşların, hastanelerin açtığı kemoterapi ilacı hazırlama hizmeti ihalelerini kazandıktan sonra bu hizmeti hastanelere Oncosem aracılığıyla sağlaması sonucu oluşan gelirlerdir. Diğer kişi ve kuruluşlara yapılan satışlar ise yurt içindeki hastane dışı kurumlara yapılan satışlardır. Pandemiyle beraber artan test kiti satışı ilgili kanalda önemli bir ağırlığa sahiptir.

Covid 19 salgını ile birlikte test kitiye yönelik ciddi bir talep oluşması, arz açığına neden olmuş ve Şirket, sektördeki arz açığında kendine yer edinmiştir.



Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

2022'nin ilk yarısında kemoterapi ilaç hazırlama setlerinin ürün başına ortalama birim fiyatı, 2021'e göre %73 artış göstermiştir.



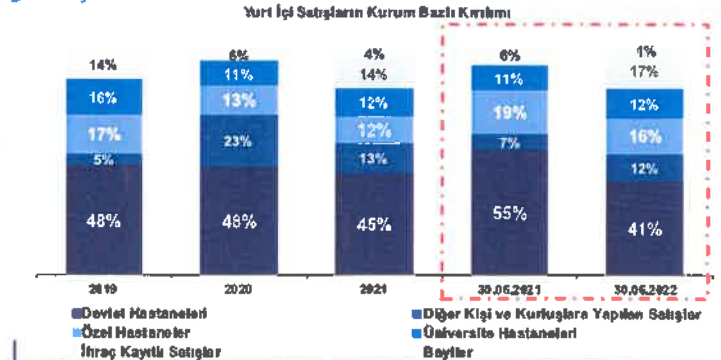
Kaynak: Şirket
Yl: Yurt İçi

	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2021	30.06.2022	Son 4 Çeyrek	YBBO
Kemoterapi İlaç Hazırlama Setleri	44.788.732	68.494.054	67.171.475	27.165.397	44.301.073	84.307.151	28,8%
Cihaz	1.980.199	4.166.490	12.684.368	-	-	12.684.368	110,2%
Test Kiti	-	27.724.043	46.059.986	10.126.371	22.772.079	57.705.694	a.d.
Diğer*	1.407.635	3.073.590	3.363.731	1.607.274	2.867.604	4.813.961	69,5%
Brüt Satışlar	48.176.566	103.458.177	128.279.560	38.899.042	69.930.686	159.311.174	61,3%
Satıştan İndeler	(371.327)	(2.157.273)	(290.882)	(49.390)	(31.760)	(273.252)	(11,5%)
Net Satış	47.805.239	101.300.904	127.988.678	38.849.652	69.898.926	159.037.922	61,7%
Değişim		111,9%	26,3%		79,9%		

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

* Diğer gelirler, sigorta ve teşvik primlerinden oluşmaktadır.

Yurt içi satışlarda en yüksek payı devlet hastanelerine yapılan satışlar olup test kiti satışlarıyla birlikte devlet ve üniversite hastanelerinin payları kısmı gerilemiştir



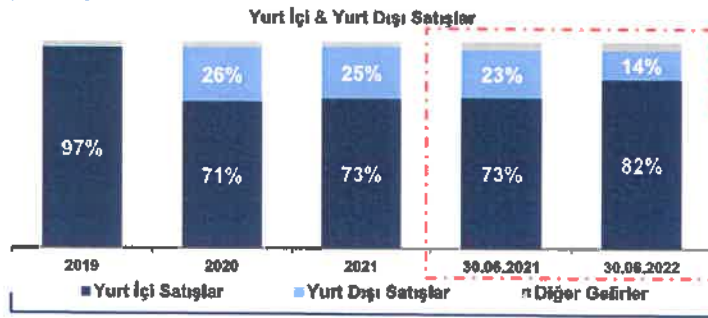
Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Satışlar

2022'nin ilk yarısında, yapılan ihracatın yarısından fazlası Almanya ve Katar'a

Test kiti satışları ihracata katkı sağladı. Yurt dışına yapılan satışlar, Covid-19 test kiti satışlarından ve tam otomatik ilaç hazırlama cihazı satışlarından oluşmaktadır. İhracatın toplam hasılatından aldığı paydaki artışın temel sebebi, pandemi döneminin etkisiyle ihracı gerçekleştirilen test kiti satışlarıdır. Şirket, finansal tablo dönemleri boyunca Ukrayna'ya üç, Kazakistan'a iki adet tam otomatik ilaç hazırlama cihazı ihracatı gerçekleştirmiştir. Covid 19 salgını ile birlikte üretilip satılmaya başlanan Covid 19 test kiti ihracatının içeriğini oluşturmaktadır. 2020 yılında 26,3 mn TL olan ihracat tutarı, 2021 yılında %21 artışla 31,7 mn TL'ye yükselmiştir. Cari yılın ilk yarısında, bir önceki yılın aynı dönemine göre %10,1 artarak 9,8 mn TL'ye gerilemiştir. 2022'nin ilk yarısında yapılan ihracatın %34'ü Almanya'ya, %27'si Katar'a, %20'si Bosna Hersek'e yapılmıştır. Şirket tarafından test kiti satışlarının ilerleyen yıllar içerisinde azalarak sonlanacağını varsayılmaktadır. Mevcut durumda test kiti üretimi durdurulmuştur. Satışlar mevcut stoklar üzerinden yapılmakta olup vaka sayısındaki artışa göre test kiti üretimi alanının aktif edilebileceği Şirket yönetimi tarafından tarafınıza ifade edilmiştir.

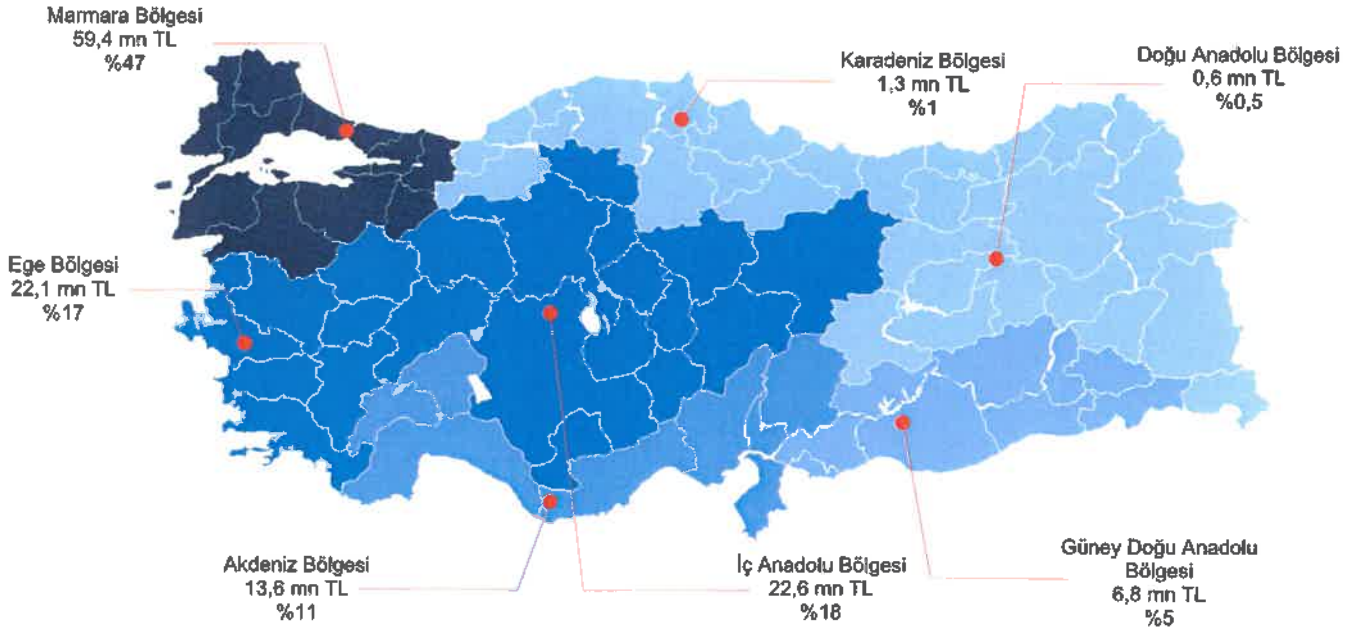
Test kiti satışlarıyla birlikte yurt dışı satışların toplam satışlar içindeki payı artış göstermiştir.



Yurt Dışı Satışların Ülkeler Bazında Dağılımı, TL				
Ülke	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2021	30.06.2022
Almanya	16.200.547	17.131.344	3.051.844	3.344.880
Katar	-	-	-	2.656.217
Bosna Hersek	-	1.385.784	1.012.866	1.993.666
Slovak Cumhuriyeti	-	15.680	-	711.472
Bulgaristan	278.185	181.343	-	484.432
Diğer	9.776.038	12.966.704	4.816.694	587.393
Toplam	26.254.770	31.680.855	8.881.404	9.778.060

Kaynak: Şirket

Yurt İçi Satışların* Bölgesel Bazda Kırılımı, TL (2022/06 Son 4 Çeyrek)



Kaynak: Şirket

* Yurt içi satışlar ile diğer gelirler toplamının son 4 çeyrek itibarıyla yıllıklandırılmış değerleri baz alınmıştır. Bölgelerin altında yer alan yüzdeler, ilgili bölgenin toplam yurt içi satışlardan aldığı payı göstermektedir.

Finansal Analiz

2022/06'da aktifin %2,6'sı kadar nakit pozisyonu

Güçlü müşteri portföyü şüpheli alacak oranını düşürmekte

Kurlardaki artış ticari alacakları yükseltti

2021 sonunda ilk 10 müşterinin toplam satışlardan aldığı pay %41 olarak gerçekleşti

Artan navlun fiyatlarına ek olarak pandemiye hammaddeye erişimin zorlaşması stoklardaki artışın temel nedeni

ERL Sağlık 2020'de satıldı

Aktiflerin %63,3'ü likit varlıklardan oluşmakta

79,8 mn TL dönen varlıklar. 31 Mart 2022 tarihi itibarıyla Şirket'in bankalardaki mevduatlar üzerinde blokaj bulunmamaktadır. Şirket'in 2022/06'da nakit ve benzerleri, toplam aktiflerin %2,6'sı olarak kaydedildiği gözlenirken geçmişe göre ilgili rasyoda hafif gerileme görülmektedir. Nakit oranı 2021 sonunda ise %4,5 olarak meydana gelmiştir. 2022/06 itibarıyla işletme sermayesinde iyileşme yaşanmasına karşın düşük seviyede kar, kredi ödemeleri ve maddi duran varlık yatırımı kaynaklı görece nakitte gerileme yaşanmıştır. Nakit pozisyonunda geçmiş yıllarda döviz mevduatın ağırlığı dikkat çekerken 2021 sonu ve 2022/06'da dövizli mevduatta kayda değer bir gerileme meydana gelmiştir. Bu durum TL mevduata yönelik devletin sağladığı teşviklere yorumlanmakla birlikte son dönemde yaşanan kur artışı nedeniyle finansman gelirlerinde takip edilen kur farkı gelirini aşağı çekmiştir. Özellikle 6,5 mn TL döviz mevduatın bulunduğu ve kurun önemli bir yükseliş yaşadığı 2020 yılında Şirket kayda değer oranda kur farkı geliri yazmıştır. 2020'de 21,6 mn TL olan ticari alacaklar 2021'de 33,9 mn TL'ye yükselirken 2022/06'da ticari alacakların 31,7 mn TL'ye gerilediği görülmektedir. Şirket'in temel müşterileri kemoterapi alanında kamu, üniversite ve özel hastaneler olurken test kiti alanında yurtiçi ve yurtdışı müşteriler öne çıkmaktadır. Özellikle 2020 ve 2021'de yurtdışına satılan test kiti alacakları döviz bazlı olduğu ve kurlarda yükseliş yaşandığı için 2021'de ticari alacaklarda dikkate değer bir artış görülmüştür. 2021'de gelirlerdeki büyüme de ticari alacaklardaki artışta etkili olmuştur. 2022/06'da ise özellikle test kiti vadelerindeki gerileme, ticari alacakları görece aşağı çekmiştir. Cari dönemde ticari alacakların sadece %1'inin şüpheli alacak olarak kaydedildiğini görmekteyiz. Kamu, üniversite ve özel hastane müşterileri finansal olarak güçlü müşteriler olduğu için kemoterapi segmentinde Şirket önemli bir şüpheli alacak riskine maruz değildir.

Pandemi ve enflasyon stoklamayı beraberinde getirdi. Şirket stoklarının önemli bir kısmı kemoterapi ilaç hazırlama ürünleri ve test kiti ürünlerinin hammaddesinden oluşmaktadır. Yarı mamul ve mamuller ise kemoterapi setleri, test kiti ve cihazlara aittir. 2020 yılında 5,1 mn TL olan stoklar 2021'de 33,1 mn TL'ye yükselmiştir. 2021 yılında Covid-19 hızlı test kiti ürününün satışından dolayı stok miktarlarında artış dikkat çekmektedir. Talep artışlarına hazırlıklı olmak, fiyat artışları ve döviz dalgalanmalarından korunmak amaçlı stoklarda artış olduğu Yönetim tarafından beyan edilmiştir. 2022/06 döneminde ise 2021 yılsonuna göre %11,9 artışla stoklar 37 mn TL'ye yükselmiştir. Stoklarda hammaddeyi ikiye ayırmak gerekmektedir. Kemoterapi alanında uygulama setlerinin üretimi için kullanılan hortum, torba ve plastik hammaddeyi oluştururken test kiti alanında kutu ve şişeler hammaddeye örnek olarak verilebilir. 2021'de kısa vadeli peşin ödenmiş giderlerde önemli bir artış yaşanmış ve 1,7 mn TL olan 2020 seviyesinden geçtiğimiz yıl 6,5 mn TL'ye yükselmiştir. Peşin ödenmiş giderleri stoklar için verilen avanslar domine etmektedir. Bu minvalde stoklardaki harekete benzer bir seyir gözlenmektedir. 2022/06'da ise yeterli stok seviyesine ulaşılması nedeniyle peşin ödenmiş giderlerde gerileme yaşanmıştır. Diğer dönen varlıklar ise devreden KDV ve KDV alacaklarından oluşmaktadır. 2020'de 3,2 mn TL olan diğer dönen varlıklar 2021'de 5,9 mn TL'ye ulaşmıştır. Stoklardaki artış KDV alacaklarını artırırken ihracattaki ivmelenme devreden KDV'yi yukarı çekmiştir. KDV'nin 3,5 mn TL'lik kısmı ihracat ve ihraç kayıtlı işlemlerden kaynaklı KDV iadesi kapsamında 16.03.2022 tarihinde vergi dairesinden tahsil edilmiş olup bu kapsamda diğer dönen varlıklarda 30.06.2022 döneminde düşüş görülmüştür. Satış amaçlı sınıflandırılan finansal varlık 2019'da 25 bin TL olarak kaydedilmesine rağmen sonraki yıllarda bilançodan çıkmıştır. Konsolidasyonda yer alan Santek Sağlık Turz. San. ve Tic. A.Ş., %100'üne sahip olduğu ERL Sağlık Yatırım Turizm A.Ş.'deki payını 19.08.2020'de Erol Çelik'e 100 bin TL'ye satmıştır. İlgili işlemten kaynaklanan tahsilat 2021 yılı içerisinde gerçekleşmiştir.

Likit bilanço. Sonuç olarak 2020 yılında 41,9 mn TL olan dönen varlıkların 2021'de 85,3 mn TL'ye yükseldiği ve toplam aktifin %66'sını oluşturduğunu görmekteyiz. 2022/06'da ise azalan nakit, peşin ödenmiş giderler ve ticari alacakların etkisiyle dönen varlıklar 79,7 mn TL'ye gerilemiştir. Dönen varlıkların aktiflerin önemli bir kısmını oluşturması nedeniyle Şirket'in likit bir bilançoya sahip olduğunu söyleyebiliriz.

Finansal Analiz

Turizm alanında faaliyet göstermesi planlanan Emka Sağlık hisselerinin konsolidasyondan çıkarılması 2021'de maddi duran varlıklardaki gerilemeyi açıklamakta

Yatırım teşvik kapsamında ilaç hazırlama yazılımı güncellendi

Bina ve araç kiralari kullanım hakkı varlıklarını oluşturmakta

Varlık satışı sonrası ertelenmiş vergi yükümlülüğü azaldı

Teşvik kapsamında ilaç hazırlama yazılım yatırımı. Şirket'in genel merkezi ve fabrika binası kiralık olması sebebiyle maddi duran varlıkları büyük oranda tesis, makine ve cihazlar, taşıt, demirbaş ve özel maliyetlerden oluşmaktadır. Hastanelerdeki temiz oda harcamaları ise bir geliştirme yatırımı olarak görülmediği için maddi duran varlıklarda aktifleşmemekte; doğrudan gidere atılmaktadır. Şirket'in 2019 yılında yeniden değerlemeye bağlı değer artışı kapsamında 74,6 mın TL olarak gerçekleşen maddi duran varlıkları 2020 yılında özellikle tesis, makine ve cihazlardaki ilave girişler kapsamında %11,4 artışla 83,1 mın TL'ye yükselmiştir. Konsolidasyonda yer alan Santek'in bağlı ortaklığı olan Emka Sağlık hisselerini 13 Aralık 2021'de Erol Çelik'e devretmesi sebebiyle ilgili şirket konsolidasyondan çıkarılmıştır. Bu durum özellikle Emka Sağlık bünyesinde yer alan ve turizm amaçlı kullanılması hedeflenen arsanın konsolidasyondan çıkarılmasına sebep olmuş ve 2021'de maddi duran varlıklarda önemli bir gerilemeyi beraberinde getirmiştir. 2021'de genel merkez ve fabrika binasında yapılan tadilat nedeniyle özel maliyetlerinin önemli bir artış yaşanmıştır. Ayrıca yatırım teşvik kapsamında 2021 yılında tesis makine yatırımı gerçekleştirilmiş ve maddi duran varlıklara ciddi bir giriş sağlanmıştır. İlgili yatırımlar genel olarak otomasyon cihazı ve tam otomatik ilaç hazırlama cihaz yatırımlarıdır. Şirket'in maddi duran varlıkları 30.06.2022 döneminde ise ilave girişler kapsamında 2021 yılsonuna göre sınırlı artışla 38 mın TL'ye yükselmiştir. 2019 yılında 695.152 TL olan maddi olmayan duran varlıklar, 2020 yılında geliştirme maliyetlerinin tamamının itfa edilmesine bağlı olarak 2019 yılına göre %4,1 oranında sınırlı düşüşle 666.474 TL'ye gerilemiş olup 2021 yılında ise 2020 yılına göre %181,5 artışla 1,9 mın TL'ye yükselmiştir. 2022/06 döneminde ise 2021 yılsonuna göre %23,5 düşüşle 1,4 mın TL olarak kaydedilmiştir. 2021 yılında satın alınan tam otomatik ilaç hazırlama cihaz yazılım programı ve solid yazılım programı kapsamında maddi olmayan duran varlıklarda artış görülmüş olup 2022/06'da ise ayrılan amortisman tutarlarına bağlı azalış yaşanmıştır. İlgili yazılım yatırımının teşvik kapsamında yapıldığı Yönetim tarafından beyan edilmiştir.

Kullanım hakkı varlıkları ve yatırım avansları. 2021 sonunda 2,5 mın TL olan kullanım hakkı varlıkları 2022/06'da ayrılan amortisman giderlerinin etkisiyle 1,3 mın TL'ye gerilemiştir. Araç ve bina kiralardan oluşan uzun vadeli kira sözleşmeleri bağımsız denetimce kullanım hakkı varlıklarında takip edilmektedir. Kullanım hakkı varlıkları içerisinde binalar kalemi 2019 yılında Şirket'in Sincan/Ankara'da bulunan üretim fabrikasına ilişkin tutarlardan oluşmakta iken ilerleyen dönemlerde üretim fabrikasına ek olarak Çankaya/Ankara'da bulunan merkez ofis binası da eklenmiştir. Uzun vadeli peşin ödenmiş giderler sabit kıymet yatırımı ile ilgili avanslardan kaynaklanmaktadır. İlgili hesap 2020'de 1,8 mın TL olarak gerçekleşirken 2021'de 484.068 TL'ye gerilemiştir. Cari dönemde ise 2 mın TL olarak kaydedilmiştir. 2020 yılında Covid-19 pandemisi ile birlikte Şirket, maske yapımı makinası almış olup bu kapsamda söz konusu makine için ödenen peşinat kaynaklı uzun vadeli peşin ödenmiş giderlerde artış görülmüştür. 2021 yılında söz konusu maske yapımı makinasının teslim alınmasına bağlı olarak peşin ödenmiş giderlerde düşüş görülmüş olup 2022/06'da ise yeni yaptırılan enjeksiyon kalıpları ve alınacak infüzyon pompaları için ödenen peşinatlar kapsamında uzun vadeli peşin ödenmiş giderlerde artış yaşanmıştır. İşbu rapor tarihi itibarıyla maske üretimi ve satışı yapılmamaktadır. Şirket'in uzun vadeli diğer alacakları verilen depozito ve teminatlardan oluşmakta olup önemli bir kısmı Oncosem'in Sincan/Ankara'da bulunan kiralık üretim tesisi kapsamında fabrika sahibine verilen teminat çekinden kaynaklanmaktadır.

Ertelenmiş vergi varlık ve yükümlülükleri. Şirket, ertelenmiş vergi varlık ve yükümlülüklerini; varlık ve yükümlülüklerin bilançodaki kayıtlı değerleri ile vergi değerleri arasında oluşan geçici farklar üzerinden bilanço tarihi itibarıyla yasallaşmış vergi oranlarını kullanarak hesaplamaktadır. Şirket'in 2019 ve 2020'de maddi duran varlık yeniden değerlendirilmesi kapsamında önemli tutarda ertelenmiş vergi yükümlülüğü bulunmaktadır. Yeniden değerlemesi yapılan söz konusu maddi duran varlığın bağlı ortaklık satışı kapsamında 2021 yılında konsolidasyon dışı bırakılması çerçevesinde 2021 ve 2022/06'da ertelenmiş vergi yükümlülüğü azalmıştır.

Bilanço				
31 Aralık, TL	2019	2020	2021	2022/06
Oncosem	Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş
Aktüfler	101.376.492	132.127.371	129.551.193	125.884.223
Nakit ve Benzerleri	6.889.888	8.421.719	5.770.301	3.212.822
Ticari Alacaklar	13.285.461	21.649.735	33.959.843	31.667.697
Stoklar	2.800.873	5.143.863	33.102.290	37.032.032
Diğer Alacaklar	-	274.496	-	823.038
Peşin Ödenmiş Gid.	1.102.417	1.670.830	6.481.684	2.152.062
Diğ. Dön. Var.	108.656	4.703.791	6.052.002	4.850.890
Satış Amaçlı Varlıklar	25.000	-	-	-
Dönen Varlıklar	24.192.295	41.884.434	85.366.120	79.738.541
Diğer Alacaklar	123.173	91.713	96.977	99.214
Finansal Yatırımlar	-	-	-	386.370
Maddi Olmayan Duran Var.	695.152	666.474	1.875.809	1.434.275
Peşin Ödenmiş Gid.	-	1.818.876	484.068	1.861.032
Maddi Duran Var.	74.584.965	83.068.137	36.786.736	38.061.154
Kullanım Hakkı Var.	1.286.343	3.436.221	2.525.049	1.313.462
Ertelenmiş Vergi Varlığı	493.564	1.181.516	2.416.434	2.990.175
Duran Varlıklar	77.183.197	90.262.937	44.185.073	46.145.682
Özkaynak ve Yükümlülükler	101.376.492	132.127.371	129.551.193	125.884.223
Kısa Vad. Borç.	1.360.053	1.068.637	851.956	-
Uz. Vad. Borç. Kısa Vad. Kıs.	11.715.104	13.363.512	7.625.544	5.835.744
Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü	504.895	5.455.597	8.800.990	2.405.108
Kiralama İşlemlerinden Borç.	277.912	888.568	1.241.943	1.135.439
Ticari Borçlar	5.767.902	6.785.003	11.314.591	13.187.565
Çalış. Sağ. Fay. Kap. Borç.	684.345	1.788.712	3.179.699	2.551.973
Diğer Borçlar	1.628.170	4.131.695	1.824.929	3.505.955
Ertelenmiş Gelirler	1.951.567	1.996.048	6.202.385	4.426.930
Diğ. Kısa Vad. Yüküm.	429.573	507.930	3.028.144	1.818.461
Kısa Vad. Yükümlülükler	24.319.521	35.985.702	44.070.181	34.867.175
Uzun Vad. Borç.	11.365.010	10.505.149	2.582.031	1.782.068
Kiralama İşlemlerinden Borç.	1.085.816	2.777.309	2.015.508	1.557.989
Diğer Borçlar	1.082.097	-	-	-
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	6.088.896	6.427.009	1.546.087	646.996
Uzun Vadeli Karşılıklar	284.800	415.189	540.006	917.016
Uzun Vad. Yükümlülükler	19.866.619	20.124.656	6.683.632	4.904.069
Sermaye	940.000	940.000	19.900.000	19.900.000
Ortak kontrole tabi birleşmeler	3.540.000	3.540.000	(20.810.112)	(20.810.112)
Diğ. Kap. Gelirler / (Giderler)	45.292.677	45.374.623	1.195.957	881.456
Kardan Ayrı. Kısıt. Yed.	405.720	405.720	564.530	564.530
Geçmiş Yıl Karları	3.341.827	5.291.283	6.214.078	77.947.005
Net Kar	1.949.456	18.712.827	71.732.927	7.630.100
Özkaynaklar	55.469.680	74.264.453	78.797.380	86.112.979
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	1.699.672	1.752.560	-	-

Finansal Analiz

1,5 mn TL dava karşılığı

Dava karşılıkları. Diğer kısa vadeli yükümlülükler izin karşılıkları, ödenecek vergi ve fonlar ve dava karşılıklarından oluşmaktadır. Şirket'in personellerinin ücret ve birikmiş izin gün sayılarının artışına bağlı olarak 2020 yılında kullanılmamış izin karşılığı kaleminde yükseliş yaşanmıştır. 2021 yılı ve 30.06.2022 dönemlerinde ise birikmiş izin gün sayılarının kullanımına bağlı olarak kullanılmamış izin karşılığı kaleminde düşüş görülmüştür. Dava karşılık kalemi ise 2022/06 itibarıyla 1,5 mn TL olup davaya düşen şüpheli alacak ve iş kazası kaynaklıdır. Kiralama işlemlerinden kaynaklanan borçlar uzun ve kısa vadede TFRS16 kapsamında atılan kayıtlardan kaynaklanırken uzun vadeli karşılıklar ise kıdem tazminatıdır.

2021'de bedelsiz sermaye artışı

Sermaye artışı. Şirket'in, 28.05.2021 tarihli genel kurul kararı ile 940.000 TL olan sermayesinin tamamı geçmiş yıl karlarından karşılanmak üzere 18.960.000 TL artırılarak 19.900.000 TL'ye çıkarılmasına karar verilmiş olup söz konusu husus 04.06.2021 tarihinde tescil edilmiş, 04.06.2021 tarih ve 10342 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir.

Benzer şirketlerin birleştirilmesi ile yüksek ölçek sağlandı

Santek Sağlık hisselerinin satışı. 2021 yılında Santek Sağlık Turizm Tekstil Sanayi A.Ş.'nin Erol Çelik ve Fatma Çelik'e ait olan paylar Oncosem tarafından satın alınmış olup, söz konusu pay devri ile Oncosem, Santek Sağlık'ın sermayesinin tamamına sahip olmuştur. Santek Sağlık paylarının devralınması sonucu, ortak kontrole tabi işletme birleşmelerinin, hakların birleşmesi yöntemi ile muhasebeleştirilmesi sebebiyle finansal tablolarında şerefiyeye yer verilemeyeceğinden ortak kontrole tabi işletmelerin satın alınmasından kaynaklanan 20.810.112 TL şerefiye tutarı (Santek Sağlık'ın paylarının tamamının alış değeri olan 24.350.112 TL ile söz konusu şirketin önceki dönemlerde ödenmiş sermayesi olan 3.540.000 TL'nin arasındaki farkı ifade etmektedir.) özkaynaklar altında "Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi" hesabında gösterilmiştir. Söz konusu pay devrinin gerçekleşmesinin en büyük nedeni her 2 firmanın da benzer alanda faaliyet göstermesi ve ölçeğin büyütülmesidir.

Farklı alanda faaliyet gösteren şirket bünyeden çıkarıldı

Emka Sağlık hisselerinin satışı. 2019 ve 2020 yılındaki özkaynaklar içerisinde, maddi duran varlık yeniden değerlemesine bağlı olarak oluşan değer artış fonları kapsamında 45,3 milyon TL'lik yeniden değerlendirme ve ölçüm kazancı bulunmaktadır. Şirket'in eski bağlı ortaklığı olan Emka Sağlık A.Ş. paylarının tamamı 13.12.2021 tarihinde Erol Çelik'e devredilmiş olup, bu kapsamda Emka Sağlık A.Ş.'nin sahibi olduğu Antalya ili, Alanya ilçesi, Kargıcak Mahallesi, Ketirköy Mevkii, 272 Ada, 32 Parselde bulunan 58.180,50 m² yüzölçümlü arsa, pay devri kapsamında konsolidasyondan çıkarılmış ve bu kapsamda oluşan değer artış fonu kalemi de kalmamıştır. Emka Sağlık'ın turizm alanında faaliyet göstermesinin planlandığı için bünyeden çıkarıldığı Yönetim tarafından beyan edilmiştir.

Özkaynaklar büyük oranda karlılıkla büyüdü

%95,6'lık özkaynak karlılığı. Cari dönemde özkaynakların büyük oranda karlıktan oluşması özkaynak verimliliği açısından önem arz etmektedir. Şirket, 2019-2022/06 dönemleri arasında her bir dönem kar açıklama başarısını göstermiştir. Böylece 2019 sonunda 55,4 mn TL olan özkaynaklar 2022/06'da 86,1 mn TL'ye yükselmiştir. Mevduat faizleri ve 10 yıllık devlet tahvilinin sırasıyla ortalamada %17 ve %12 seviyesinde olduğu dikkate alınırsa 2022/06'da üretilen %93,2'lik özkaynak karlılığı sermayenin verimli kullanıldığına işaret etmektedir. 2019 ve 2020'de özkaynaklarda yer alan değer artış fonunun 2021 ve cari dönemde özkaynaklardan çıkarılmasına ve ortak kontrole tabi işletme birleşmesinin özkaynaklara 20,8 mn TL negatif etkisine rağmen özkaynakların son 3 yılda kayda değer bir büyüme göstermesi dikkat çekmektedir. Yüksek karlılık ve ilgili 2 olayın etkisiyle özkaynak karlılığı önemli bir seviyeye ulaşmıştır.

Finansal Analiz

**2020'de yurtdışı test kiti satışları
Şirket'in satış büyümesinde etkili
olmuştur**

Test kiti satışları gelirdeki büyümeye ek olarak stok artışı ve ithalat/ihracat kaynaklı kur farklarını bilanço'ya sokmuştur

Şirket ürünlerinin sağlık sektöründe satın alma gücünden bağımsız kanser tedavisine yönelik hizmet vermesi Şirket'in reel büyümesini genel ekonomik konjonktürden ayırmakta ve ortalamanın üzerinde tutmaktadır

**Şubat ve Mayıs 2022 tarihli
Cumhurbaşkanı Kararları ile
2021 ve 2022 ilk çeyrek kaynaklı
fiyat farkları, 2022'de gelirleri
destekleyecektir**

Yıllara sari oluşan satışlardan ladelerin ise önemli bir kısmının test kiti kaynaklı olduğu Yönetim tarafından beyan edilmekle birlikte 2020 yılı dışındaki dönemlerde önemli bir lade oranı oluşmamıştır

Gelirlerde son 3 yılda %63,6 yıllık bileşik büyüme oranı. 2019 yılında 48 mn TL net satış geliri olan Şirket, 2020 yılında %111,9'luk büyüme ile 101 mn TL hasılatı ulaşmıştır. 2020 yılında yurtdışına ürettiği kemoterapi ilaç hazırlama setleri ile hazırlanan ilaç sayısında %9,3'lük reel büyüme gerçekleşmesi büyümenin ilk dinamini oluşturmuştur. Konsolidasyonda yer alan SanteK Sağlık üzerinden 2020'de şehir hastanelerine toplu olarak kemoterapi uygulama seti satışı gerçekleştirilmiş; hastalara hizmet verilmeye başlamadan yıl başında önemli bir gelir sağlanmıştır. Bu durum ürün başına ("ürettiği kemoterapi ilaç hazırlama setleri ile hazırlanan ilaç sayısı") hizmet gelirinin 2020'de %41,1'lik artışı beraberinde getirmiştir. Diğer hastaneler hizmet aldığı uygulama seti talep etmektedir. Ayrıca Yönetim beyanına göre 2020'de yenilenen hastaneler olmuş ve ihale döneminde düşük fiyattan anlaşılan hastanelere fiyat düzeltilmesi gerçekleşmiştir. Sonuç olarak ürün başına fiyatlar 2020'de %41,1'lik artış sağlayarak yüksek gelir büyümesini desteklemiştir. 2020'deki yüksek büyümenin bir diğer sebebi ise yurtdışı ve yurtiçine satılan kemoterapi ilaç hazırlama cihaz geliri ve Covid-19 pandemisi nedeniyle Şirket bünyesinde üretilip satılan test kitleleridir.

2022/06'da güçlü satış büyümesi. 2021 yılında ise yurtiçi ürettiği kemoterapi ilaç hazırlama setleri ile hazırlanan ilaç sayısı reel olarak %8,1 büyüyerek 568.139 adede ulaşmıştır. 2021'de yurtiçi merkez sayısı 4 hastane artarak 39 olarak kaydedilmiştir. 2020 ve 2021'de ülkede ekonomik olarak zorlu koşullar olmasına rağmen Şirket'in yurtiçi reel büyümesi genel ekonomik büyümenin 2020-2021 ortalamasının üzerinde gerçekleşmiştir. Güçlü reel büyümeye rağmen 2021 yılında ürün başına gelir önceki yıla göre %9,2 gerileyerek 118,2 TL olarak gerçekleşmiştir. Ürün başına gelirlerdeki gerilemenin en önemli sebebi 2020'de ürün başına gelirden yaşanan yüksek büyüme kaynaklı baz etkisidir. Miktaral büyümeye rağmen düşen fiyat kaynaklı yurtiçi satışlardan elde edilen kemoterapi ilaç hazırlama gelirleri 2021'de önceki yıla paralel bir seyr izlemiştir. 2021 yılında gelirlerdeki büyümede yurtdışı ve Acıbadem hastanelerine satılan kemoterapi ilaç hazırlama cihaz satışları etkili olmuştur. 2020'de 4,2 mn TL olan cihaz satışları 2021'de 12,7 mn TL'ye yükselmiştir. Çoğunluğu yurtdışı olmak üzere test kiti satışları ise 2021 yılında iade sonrası 44,8 mn TL olarak gerçekleşmiş ve 2020 yılına göre %75'lik büyüme sağlanarak 2021 satış büyümesi desteklenmiştir. Sonuç olarak 2021 yılında iade sonrası net satışlar %26,3 artarak 128 mn TL olarak kaydedilmiştir. 2022/06 dönemi itibarıyla ise yurtiçi ürettiği kemoterapi ilaç hazırlama setleri ile hazırlanan ilaç sayısı 320.978 hastaya ulaşmıştır. Yurtiçi ortalama ürün başına gelir ise %55'lik büyüme ile 123,7 TL olarak kaydedilmiştir. Böylece cari dönemde yurtiçi hasta geliri %77'lik büyüme 19,5 mn TL olarak meydana gelmiştir. 2022/06'da test kiti satışları yurtiçi ağırlıklı gerçekleşmiş olup toplam test kiti satışları geçen senenin aynı dönemine göre %124,9 artarak 22,8 mn TL olarak muhasebeleşmiştir. Diğer gelirler ise 2022/06'da 2,8 mn TL ile %86,7'lik büyüme sağlamıştır. Nihai olarak 2022/06'da toplam gelirler iade sonrası 69,9 mn TL olarak gerçekleşmiş ve 2021/06'ya göre %79,9'luk büyüme elde edilmiştir. Geçmiş yıllarda Şirket gelirlerinde olmamasına karşın enflasyonist ortam nedeniyle 24 Şubat 2022 tarih ve 5203 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile Temmuz-Aralık 2021 dönemi için %10-%12; 13 Mayıs 2022 tarih ve 5546 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile 2022 Ocak-Şubat dönemi satışları için %40 fiyat farkı kesilmesi açıklanmış olup Şirket ilgili gelirleri 2022'de gelir olarak yazmaya başlamıştır.

Brüt kar marjı yıllara sari artmakta. 2019-2020-2021 yıllarında Şirket'in brüt kar marjı sırasıyla %29,7, %37,8 ve %69,0 olarak gerçekleşmiş ve yükseliş trendinin korunduğu gözlemlenmiştir. 2019 ve 2020 yıllarında yurtdışı ürün başına birim maliyetin 65 TL'de kaldığı görülmektedir, 2020 yılında birim maliyetin artmamasının en büyük değişkenleri olarak ilgili yılda özellikle kemoterapi tarafından ithal ikamesi yerine yerli üretime kısmen geçilmesi olarak açıklanmıştır. Ayrıca hastalara uygulanan doz sayısına göre birim maliyetler değişmektedir. Birden fazla doz uygulanan hastalarda birim maliyetler daha yüksek olarak gerçekleşirken tek dozlarda bu rakam gerileyebilmektedir. Yönetime göre bu 2 değişken kaynaklı birim maliyetler 2020'de önceki seneye paralel olarak gerçekleşmiştir. Birim maliyetler uygulama seti, işçilik ve temiz oda harcamalarını içermektedir. Birim maliyetlerdeki paralel seyir karşın gelirlerdeki yükseliş 2020'de kar marjını yukarı çekmiştir. Ayrıca 2020'de malzeme ve işçi kullanımında verimlilik sağlanmasının da marjını olumlu etkilediği Yönetim tarafından beyan edilmiştir.

Finansal Analiz

Yerli üretime geçilmesi kar marjını 2021'de artırdı

2021'de 3 kalıp devreye alınmış olup enjeksiyon makinalarının etkisiyle yurtdışından ithal edilen aparatlar yerli üretim ile yurtiçinde üretilmeye başlanmıştır

2021 Nisan'da daha büyük bir genel yönetim binasına taşınması maliyetleri artırdı

Genel yönetime aktarılan amortisman giderlerinde %86'lık büyüme yaşanması genel yönetim gider artışında etkili oldu

Geçmişte olmadığı halde cari dönemde yapılandırılan huzur hakları genel yönetimde personel maliyet artışlarında etkili oldu

Şirket nihai tüketiciye ürün satmadığı için ciddi bir pazarlama giderine maruz kalmamakta; kurumlarla ilişkileri sağlayan bölge sorumluları pazarlama departmanında ön plana çıkmaktadır

Cari dönemde brüt marjda önemli iyileşme. 2021 yılında brüt kar marjında çok daha keskin bir artış yaşanmıştır. Bu durumda en önemli etken kemoterapi ilaç hazırlama seti ürün başına birim maliyetin 2020'deki 65 TL seviyesinden 2021'de 32 TL'ye gerilemesidir. Yönetime göre kemoterapide ana ürünlerin ithal edilmesi yerine Şirket fabrikasında üretilmeye başlanması birim maliyetleri aşağı çekmiştir. Ek olarak 2020'de ortaya çıkan pandemide test kiti üretim maliyetleri oldukça yüksek iken 2021'de birçok üreticinin devreye girmesi ile test kiti üretim maliyetlerinde önemli bir gerileme yaşanmış ve bu durum test kiti satışlarında kar marjını artırmıştır. Ayrıca kar marjı yüksek kemoterapi cihaz satışlarının toplam gelirlerdeki payının 2021'de artması da 2021 yılındaki yüksek brüt kar marjında etkili olmuştur. Yönetime göre ilk çeyrekler ise ara dönem olması nedeniyle brüt kar ve brüt kar marjı için önemli bir gösterge değildir. Şirket 2021/06'da 21,7 m TL m TL brüt kar elde ederken 2021 sonunda 88,3 m TL brüt kar üretmiştir. 2022/06'da ise brüt kar 2021/06'ya göre önemli bir iyileşme göstermiştir. Genelde ilk çeyreklerde sevkiyatların başlaması ile hasta merkezlerine gönderilen ilaç hazırlama setlerinde gelir tahakkukları hemen oluşmamaktadır. Sevki edilen ilaçların hastanelerce onaylanması ve makinalara enjekte edilmesi gelir tahakkuklarını geciktirebilmektedir. 2022/06'da artan kur kaynaklı navlun ve ilk madde malzemelerin maliyetinde önemli bir yükseliş yaşanmıştır. Ayrıca yaşanan enflasyonist ortamda işçilere yapılan yüksek zamlar kar marjını aşağı yönlü baskılamıştır. Test kiti stoklarının eritilmesi amacıyla kar marjından feragat edilmesine rağmen 2022/06'da elde edilen brüt kar ve brüt kar marjı 2021/06'nın üzerinde gerçekleşmiştir. Ek olarak Şubat 2022'de yasalaşan Cumhurbaşkanlığı Karamamesi ile 2021 ikinci yarı dönem ve 2022 ilk çeyrek kaynaklı fiyat farkları Şirket'in brüt kar marjını enflasyona karşı koruyacak ve yıl sonuna doğru artıracaktır.

Faaliyet giderlerindeki artış dikkat çekiyor. 2020 yılında genel yönetim giderleri önceki seneye göre %64,8 oranında artarak 6,7 m TL olarak gerçekleşmiştir. İlgili büyümede artan iş hacmine bağlı olarak yükselen personel sayısı ve maaş iyileşmeleri etkili olmuştur. Ayrıca Şirket 2021 Nisan'da yeni genel merkezine taşınmıştır. Söz konusu taşınma 2021 yılına sarksa da 2020 yılında kira ödemeleri başlamıştır. Bu durum 2020'de genel yönetim giderlerinde kira giderlerini artırmıştır. Artan elektrik fiyatları genel merkez enerji maliyetlerini yükseltirken ürünlerin yurtiçi ve yurtdışı satışında gerekli olan belgelendirme prosedürleri de genel yönetim giderlerini artırmıştır. 2021 yılında ise genel yönetim giderleri %109,6 oranında artarak 13,9 m TL olarak kaydedilmiştir. 2021 yılında özellikle test kiti kaynaklı personel sayısındaki artış ve ücret zamları personel, mutfak-yemek ve kıdem tazminatı giderlerini yükseltmiştir. Ayrıca yurtdışı gelirler için dış ticaret departmanı kurulmuştur. Pandeminin etkisinin azalması ile tam kapanma ve hafta sonu kapanmalarının ortadan kalkması 2021 yılında konaklama ve seyahat giderlerinde önemli bir artışı beraberinde getirmiştir. Kur ve enerji fiyatlarındaki yükseliş elektrik maliyetlerini artırırken FDA lisans başvurusu belgelendirme giderlerini önemli oranda yükseltmiştir. 2021 yılında çok daha büyük bir genel merkez binasına taşınılması genel merkez kaynaklı birçok gideri de 2021'de artırmıştır. Ayrıca İstanbul İl Sağlık İdaresi 2021 yılında alındığı için ihale kaynaklı damga vergisi, vergi resim harç giderlerini önceki göre yıla kayda değer oranda artırmıştır. 2022/06'da ise genel yönetim giderleri %62,5'lik artışla 9,5 m TL olarak kaydedilmiştir. Genel olarak yükselen enflasyon genel yönetim giderlerindeki artışta etkili olmuştur. Cari dönemde personel maliyeti, elektrik giderleri, konaklama ve seyahat giderleri, sigorta giderleri ve vergi resim harç giderlerinde yükselişler yaşanmıştır. 2019-2020-2021 yıllarında sırasıyla pazarlama giderlerinin hasılatı oranı %3,6, %1,7 ve %1,4 olarak gerçekleşmiş ve trend halinde gerilemiştir. 2019-2021 döneminde pazarlama giderleri 1,7-1,8 m TL bandında hareket etmiştir. 2022/06'da ise pazarlama giderleri 4,2 m TL ile hem 2021 sonu hem de 2022/06 verisi olan 0,7 m TL'ye göre önemli bir büyüme sergilemiştir. Yönetim 2022/06'da pazarlama giderlerinde tek seferlik giderlerin etkili olduğunu ifade etmiştir. Yönetim'e göre 2021/06'da olmamasına rağmen cari dönemde gerçekleşen danışmanlık gideri halka arz nedeniyle oluşmuştur. Aynı şekilde 2021/06'da olmadığı halde 2022/06'da gerçekleşen test kiti satışlarında aracının olması gümrük giderlerinde önemli bir artışı beraberinde getirmiştir. Şirket aracı komisyonuna tabi olmadan da test kiti satışı yapabilmektedir. Son olarak nakliye Şirket'in üstlendiği ihracatın 2022/06'da artması nedeniyle pazarlama giderlerindeki ihracat giderleri önceki senenin aynı dönemine göre önemli bir büyüme sergilemiştir. Şirket nakliye farkını da fiyata eklemektedir. Ayrıca pazarlamadaki personel sayısının artırılması ve yapılan zamlar personel maliyetlerini yükseltmiştir.

Finansal Analiz

**Esas faaliyetlerden diğer gelirleri
ticari alacaklardan doğan kur
farkı geliri ve reeskont
gelirlerinin domine ettiği
görülmektedir**

**2021 sonunda 10,7 mn TL olan
döviz fazlası 2022/06'da 7,3 mn
TL'ye gerilemiştir**

**Şirket'in 2019-2021 döneminde
yıllara sarı finansal borçlarının
azalmasının etkisiyle finansman
giderleri her geçen yıl azalmış ve
2021'de 3,1 mn TL olarak
kaydedilmiştir**

**2022/06 itibariyle son 4 çeyrek
EBITDA ve net kar sırasıyla 91,2
mn TL ve 80,3 mn TL olarak
kaydedilmiştir**

Artan kur ortamında döviz fazlası. Şirket 2019, 2020 ve 2021 yıllarında esas faaliyetlerden diğer gelir/giderlerde sırasıyla nette 0,7 mn TL, 2,5 mn TL 1,1 mn TL zarar yazmıştır. 2021'de 2020'ye göre esas faaliyetlerden diğer gelirlerde önemli bir artış yaşanırken bu durumda ticari alacaklardan kaynaklanan kur farkı geliri etkili olmuştur. 2021'de 2020 yılına göre test kiti kaynaklı döviz bazlı ticari alacak rakamı hafif gerilese de artan kur nedeniyle ticari alacaklardan kayda değer tutarda kur farkı geliri üretilmiştir. 2019 yılında ise döviz bazlı ticari alacak yılsonu itibarıyla oluşmamıştır. 2020 yılına göre esas faaliyetlerden diğer gelirlerdeki artışta KOSGEB'ten sağlanan kredinin hibe edilen kısmı olan 760.370 TL de etkili olmuştur. 2019 ve 2020'de görece yatay seyreden esas faaliyetlerden diğer giderler 2021 yılında önemli bir yükseliş sergilemiş ve 13,5 mn TL olarak kaydedilmiştir. 2019-2021 döneminde yıllara sarı döviz bazlı ticari borçlarda artışlar yaşanmıştır. Özellikle test kiti kaynaklı ithalat dövizli ticari borçları artırmıştır. İlgili dönemde artan kur da ticari borçlardan kur farkı gideri oluşturmuştur. Söz konusu hesap sadece ticari borçlardan oluşmayabilir. Teorik olarak döviz bazlı ticari alacağın olduğu dönem sonrası kurda bir gerileme olursa bu rakam da ticari borçlardan kur farkı gideri olarak kaydedilmektedir. Nihai olarak ise 2021 yılı sonu itibarıyla Şirket'in ticari alacak ve borçlardan kaynaklanan kur farkında nette gelir yazdığı görülmektedir. Esas faaliyetlerden diğer giderlerin 2021 yılında ciddi oranda artmasında önceki yıllarda olmayan 2,2 mn TL'lik fiyat farkı giderleri de etkilidir. Fiyat farkı giderleri Moldova ve Ukrayna'daki 2 bağlı ortaklık kaynaklıdır. Moldova'ya 2021'de; Ukrayna'ya ise 2020'de gönderilen test kiti için talebin düşmesi üzerine bağlı ortaklıklardan fiyat indirim isteği iletilmiştir. Şirket daha önce bu şirketlere fatura kestiği için ilgili işbirlikler Şirket'e fiyat farkı faturaları oluşturmuştur. Önceki yıllarda kayda değer bir şekilde giderleri ise 902.548 TL olarak gerçekleşmiştir. Gerçekleşen iş kazası ve şüpheli alacağı konu müşteriler nedeniyle bağımsız denetim dava karşılığı ayırmıştır. Şirket, ilgili bölgelerde test kiti satışı ofisi oluşturması ve kemoterapi ilaç hazırlama hizmeti vermek amacıyla Oncosem UK (%100-İngiltere), Oncosem Grup SRL (%100-Moldova), Oncosem GmbH (%100-Almanya) ve Oncosem Ukrain (%20-Ukrayna) bağlı ortak ve iştiraklerini kurmakla birlikte söz konusu şirketlerin önemli bir faaliyette bulunmaması nedeniyle bağımsız denetim ilgili şirketleri konsolidasyondan çıkarmış ve karşılık giderini 2021'de 386.370 TL olarak esas faaliyetlerden diğer giderlerde göstermiştir. 2022/06 döneminde esas faaliyetlerden nette 1 mn TL; son 4 çeyrekte ise 1,2 mn TL gelir elde edilmiştir. 2022/06'da döviz bazlı ticari alacaklarda test kiti satışlarında vadenin düşmesi ile gerileme yaşanmasına rağmen ilgili dönemde esas faaliyetlerden diğer gelirlerde kurda yaşanan sığrama nedeniyle 3,7 mn TL ticari alacaklardan kur farkı geliri yazılmıştır. 2022/06'da esas faaliyetlerden 4,6 mn TL gelir yazılırken 3,6 mn TL diğer gider kaydedilmiştir. Şirket 2019 ve 2020'de yatırım faaliyetlerinden kayda değer bir gelir oluşturmazken 2021'de Emka Sağlık hisse satışından 0,5 mn TL kar elde etmiştir. Ayrıca konsolide edilen Santek Sağlık'ta yer alan bazı makine ve ekipmanların satışından 10,7 mn TL kar elde edilmiştir. Grup ilk dönemlerde kullandığı ve işlevselliğini kaybeden; daha verimli olmaları için revizyon ihtiyacı olan bazı cihaz ve makinaları bir otomasyon firmasına satmıştır. Böylece 2021'de 11,2 mn TL yatırım faaliyetlerden kar elde edilmiştir. 2022/06'da ise yatırım faaliyetlerinden herhangi bir kar üretilmemiştir. Şirket, 2020'de nakit ve benzerlerinden kaynaklanan 1,4 mn TL kur farkı gelirini finansman geliri olarak kaydederken 2021'de dövizde tutulan mevduatın azalmasıyla finansman geliri olarak kaydedilmiştir. 2022/06'da dövizde tutulan mevduat 2021 sonuna göre azalmasına rağmen dolardaki yükselişle finansman gelirinde yazılan kur farkı geliri 0,7 mn TL olarak gerçekleşmiştir.

91,2 mn TL yıllıklandırılmış EBITDA. Sonuç olarak Şirket'in 2019 yılında 11,9 m TL olan EBITDA kalemi 2020 yılında %200,4 oranında artarak 35,6 mn TL olarak kaydedilmiştir. EBITDA 2021 yılında ise %126,4 oranında büyüyerek 80,6 mn TL olarak meydana gelmiştir. 2022/06'da ise 13,7 mn TL EBITDA üretilerek önceki senenin aynı dönemine göre önemli bir büyüme gerçekleşmiştir. 2022/06'da son 4 çeyrek yıllıklandırılmış EBITDA ise 91,2 mn TL olarak üretilmiştir. Net dönem karı 2019 yılında 1,9 mn TL olarak kaydedilirken 2020 sonunda 18,8 mn TL olarak gerçekleşmiştir. 2021'de ise net dönem karında %282 oranında büyüme ile 71,7 mn TL seviyesine ulaşılmıştır. 2022/06'da 4 çeyrek yıllıklandırılmış net kar 80,3 mn TL olarak kaydedilmiştir.

Gelir Tablosu

31 Aralık, TL	2019 Gerçekleşmiş BDR	2020 Gerçekleşmiş BDR	2021 Gerçekleşmiş BDR	2021/06 Gerçekleşmiş BDR	2022/06 Gerçekleşmiş BDR	Son 4Ç Gerçekleşmiş BDR	2019-2021 YBBO (%)
Oncosem							
Net Satışlar	47.805.239	101.300.904	127.988.678	38.849.652	69.898.896	159.037.922	63,6%
Değişim		111,9%	26,3%		79,9%		
Satışların Maliyeti	(33.622.947)	(63.022.006)	(39.845.318)	(33.276.810)	(48.171.055)	(54.539.563)	8,6%
Brüt Kar	14.182.292	38.278.898	88.343.360	5.572.842	21.727.841	104.498.359	149,6%
Brüt Marj	29,7%	37,8%	69,0%	14,3%	31,1%	65,7%	
Genel Yönetim Gid.	(4.035.174)	(6.650.882)	(13.940.960)	(5.849.729)	(9.508.225)	(17.599.456)	85,9%
Değişim		64,6%	109,6%		62,5%		
Satış-Pazarlama Gid.	(1.734.984)	(1.677.546)	(1.786.258)	(730.965)	(4.189.199)	(5.244.492)	1,5%
Değişim		-3,3%	6,5%		473,1%		
AR-GE	(36.605)						
Esas Faal. Diğ. Gel. Net	(753.337)	(2.469.388)	(1.058.354)	(1.247.221)	986.690	1.175.557	
Değişim		227,8%	-57,1%		-179,1%		
EBITDA	11.850.538	35.600.300	80.611.928	3.141.175	13.779.123	91.249.876	160,8%
Değişim		200,4%	126,4%		338,7%		
EBITDA Marjı	24,8%	35,1%	63,0%	8,1%	19,7%	57,4%	
Amortisman	(3.438.404)	(5.649.830)	(7.995.786)	(4.149.027)	(5.748.706)	(9.595.465)	52,5%
EBIT	7.622.192	27.481.082	71.557.788	(2.255.073)	9.017.107	82.829.968	206,4%
Değişim		260,5%	160,4%		-499,9%		
EBIT Marjı	15,9%	27,1%	55,9%	-5,8%	12,9%	52,1%	
Yat. Faal. Gel.	16.409	520.023	11.189.779	1.687.281	-	9.502.498	
Fin. Gid., Net	(5.035.563)	(4.114.855)	(2.333.429)	(1.358.438)	(517.631)	(1.492.622)	-31,9%
Vergi Öncesi Kar	2.603.038	23.886.250	80.414.138	(1.926.230)	8.499.476	90.839.844	
Vergi	(504.895)	(5.455.597)	(8.800.990)	(186.637)	(2.405.108)	(11.019.461)	
Ertelenmiş vergi gelir/gid.	(166.932)	335.062	119.779	1.161.926	1.535.732	493.585	
Net Kar	1.931.211	18.765.715	71.732.927	(950.941)	7.630.100	80.313.968	509,5%
Değişim		871,7%	282,3%		-902,4%		
Net Marj	4,0%	18,5%	56,0%	-2,4%	10,9%	50,5%	

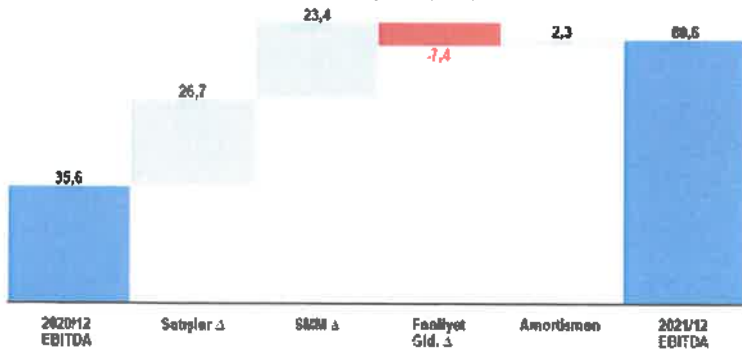
Net Satış Kırılımı (TL)

	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2021	30.06.2022	Son 4 Çeyrek	YBBO
Kemoterapi İlaç Hazırlama Setleri	44.788.732	68.494.054	67.171.475	27.165.397	44.301.073	84.307.151	28,8%
Cihaz	1.980.199	4.166.490	12.684.368	-	12.684.368	12.684.368	110,2%
Test Kiti	-	27.724.043	45.059.986	10.126.371	22.772.079	57.705.694	a.d.
Diğer*	1.407.635	3.073.590	3.363.731	1.607.274	2.857.504	4.613.961	69,5%
Brüt Satışlar	48.176.566	103.458.177	128.279.560	38.899.042	69.930.656	159.311.174	61,3%
Satıştan İndeler	(371.327)	(2.157.273)	(290.882)	(49.390)	(31.760)	(273.252)	(11,5%)
Net Satış	47.805.239	101.300.904	127.988.678	38.849.652	69.898.896	159.037.922	61,7%
Değişim		111,9%	26,3%		79,9%		

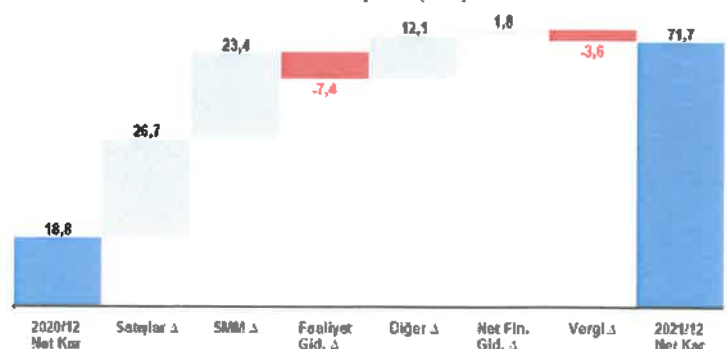
Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

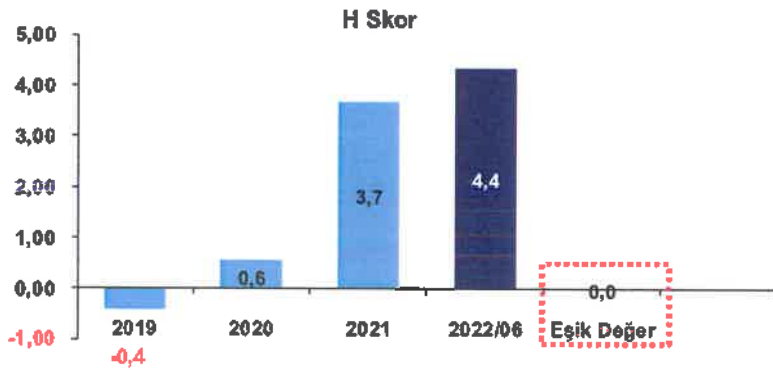
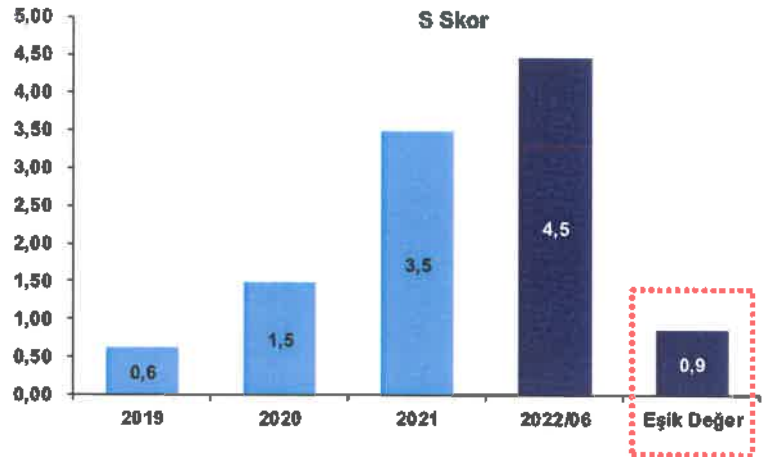
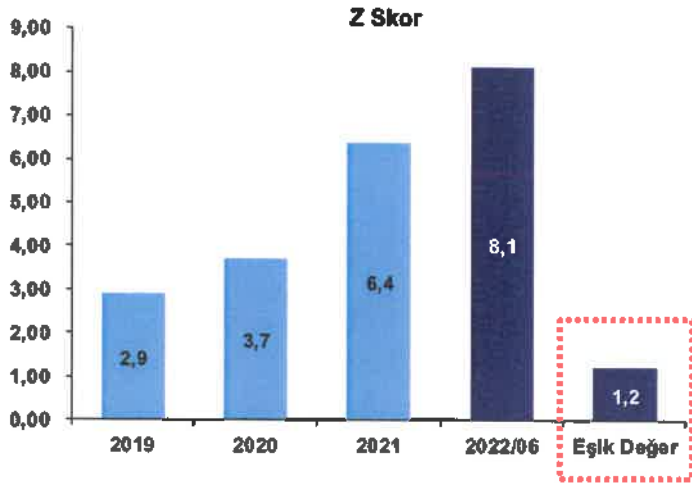
* Diğer gelirler, sigorta ve teşvik primlerinden oluşmaktadır.

EBITDA Köprüsü (mTL)



Net Kar Köprüsü (mTL)





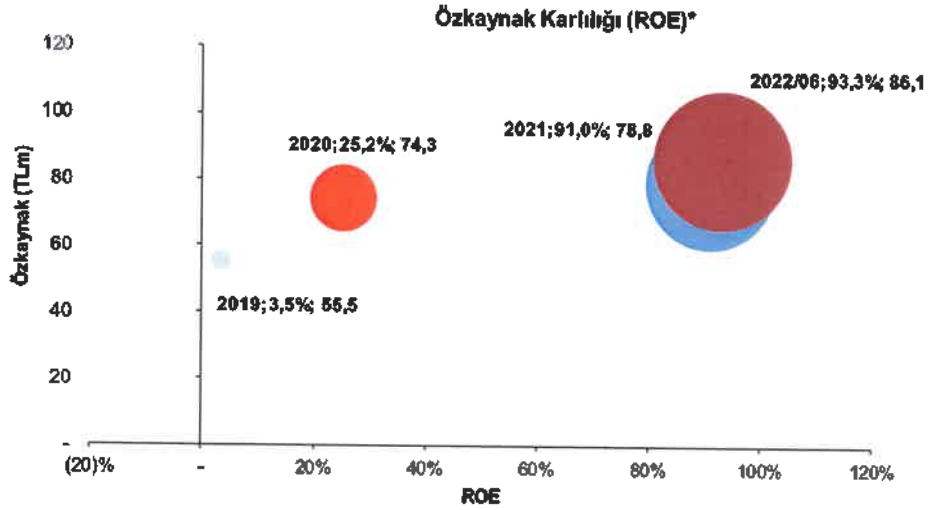
**Temel finansal
güçlülük
testleri olan Z,
H ve S skorda
önemli başarı**

Not: H skor 0 seviyesini, Z skor 1,23 seviyesini ve S skor 0,9 seviyesini aşınca güçlü finansal başarı işareti verir.

$$Z \text{ Skor} = 0,717^{*}((\text{Dönen Varlıklar-Kısa Vad. Yük.})/(\text{Aktifler})) + 0,847^{*}(\text{Kar Yedekleri}+\text{Geçmiş Yıl Karları})/(\text{Aktifler}) + 3,107^{*}(\text{EBİT}/(\text{Aktifler})) + 0,42^{*}(\text{Piyasa Değeri}/\text{Toplam Borçlar} + 0,998^{*}(\text{Net Satışlar}/(\text{Aktifler}))$$

S Skor: $1,03 * ((\text{Dönen Varlıklar-Kısa Vad. Yük}) / \text{Aktifler}) + 3,07 * (\text{EBIT} / \text{Aktifler}) + 0,66 * (\text{EBIT} / \text{Kısa Vad. Yük}) + 0,4 * (\text{Net Satışlar} / \text{Aktifler})$

$$H \text{ Skor: } 5,528^*(\text{Kar Yedekleri} + \text{Geçmiş Yıl Kar./Aktifler}) + 0,212^*(\text{Net Satışlar/Aktifler}) + 0,073^*(\text{Vergi Öncesi Kar/Özkaynak}) + 1,27^*(\text{Nakit ve Benzerleri/Toplam Borç}) - 0,12^*(\text{Toplam Borç/Aktifler}) + 2,335^*(\text{Kıss. Vad. Yük/Aktifler}) + 0,575^*\text{Log}(\text{Med. Duran/Maddi Olmayan Duran Var.}) + 1,083^*((\text{Dönen Varlıklar-Kıss. Vad. Yükü/Toplam Borç}) + 0,849^*\text{Log}(\text{EBIT/Finansman Gid.})) - 6,675$$



*Balonun büyüklüğü özkaynakları göstermektedir.

● 2020 ● 2021 ● 2019 ● 2022/06

Likidite Rasyoları	2022/06	2021	2020	2019	Referans
Cari Oran	2,29	1,94	1,16	0,99	1,0-1,5
Likidite Oranı	1,16	1,04	0,97	0,83	0,8-1,0
Borçluluk Oranları	2022/06	2021	2020	2019	Referans
Toplam Borçlar/Toplam Aktifler	31,6%	39,2%	42,5%	43,6%	<%40
Kısa Vad. Fin. Borç/Özkaynak	8,1%	12,3%	20,6%	24,1%	<100%
Faiz Karşılama Oranı	61,1	34,5	8,7	2,4	>3
Net Borç/EBITDA	0,1	0,1	0,7	1,8	<4
Kısa Vad. Yab. Borç/Pasif	27,7%	34,0%	27,2%	24,0%	Sektör
Uzun Vad. Yab. Borç/Pasif	3,9%	5,2%	15,2%	19,6%	Sektör
Özkaynak/Pasif	68,4%	60,8%	56,2%	54,7%	Sektör
Toplam Borçlar/Özkaynaklar	46,2%	64,4%	75,6%	79,7%	Sektör
Finansal Borçlar/Toplam Borçlar	25,9%	28,2%	51,0%	58,4%	Sektör
Karlılık Oranları (Yıllıklandırılmış)	2022/06	2021	2020	2019	Referans
Brüt Marj	65,7%	69,0%	37,8%	29,7%	Sektör
EBIT Marjı	52,1%	55,8%	27,1%	15,9%	Sektör
EBITDA Marjı	57,4%	63,0%	35,1%	24,8%	Sektör
Net Kar Marjı	50,5%	56,0%	18,5%	4,0%	Sektör
ROE	93,3%	91,0%	25,3%	3,5%	Getiri
ROA	65,8%	55,2%	20,8%	7,5%	Sektör
Yatırım Rasyoları	2022/06	2021	2020	2019	Referans
Yatırım/Amortisman	131,7%	158,1%	235,7%	379,5%	>%100
Yatırım/Net Satış	7,9%	9,9%	13,1%	27,3%	Sektör
EVA-TL	42.435.084	35.918.007	-2.738.241	-15.008.020	>0
ROIC	75,2%	76,1%	15,9%	4,9%	>AOSM
CRR	53,3%	55,1%	94,8%	174,1%	<%100

Güçlü Finansal Rasyolar

- ROE piyasa faizinin üzerinde verilmiş sermaye kullanımına işaret ederken düşük yatırım ihtiyacı ve yükselen kar marjı dikkat çekiyor
- Faiz Karşılama Oranı ve Net Borç/EBITDA kritik eşiklerin oldukça altında düşük borçluluğa işaret etmekte
- AOSM'nin üzerinde olan ROIC firmanın ekonomik katma değer ürettiğini göstermekte

Değerleme

Gelir ve Pazar yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak uygulanmıştır

Statik olmayan iş modelleri için İNA daha uygundur

Değerleme standartlarının izin verdiği ölçüde nakit akımlarının dönem ortasında oluşacağı varsayılırken uç değer büyüme oranı nominal ekonomik büyüme oranının altında tutulmuş ve %5 olarak alınmıştır. Uç değer büyüme oranına karşılık gelen EV/EBITDA çıkış çarpanı ise 3,6x ile muhafazakar bir seviyeye işaret etmekte

EV/EBITDA & F/K çarpanları kullanılmıştır

2022 yılı için kurumlar vergisi %23 alınırken sonraki yıllarda vergi oranı %20 olarak belirlenmiştir.

Nakit akışları 2022/06 dönemine indirgenirken 2022 yılı sonu nakit akışından yılın ilk çeyreğindeki operasyonel nakit akışı çıkarılmıştır

Yönetim tarafından belirlenen projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir

Değerleme Yöntemleri

Şirketin pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır.

Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. İNA yöntemi birçok varsayıma dayanarak şirketlerin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirket özelindeki riskleri de belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin varsayımlara duyarlı olması bir dezavantaj gibi gözükse de statik olmayan iş modelleri için daha uygundur.

Piyasa Çarpanları Analizi. Piyasa çarpanları analizi, borsalarda işlem gören benzer şirketlerin işlem gördükleri güncel fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolarındaki belirli verilerin oranlarını karşılaştırmaya dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Kolay uygulanması ve görece nesnel bir yöntem olması nedeniyle değerlemede en sık kullanılan yöntemlerdendir. Değerlemeye konu şirkete benzer şirketlerin her zaman bulunamaması ve bu şirketlerin yalnızca belirli bir dönemdeki finansal verilerin karşılaştırmaya baz teşkil etmesi dezavantajlarındandır. Ayrıca güncel piyasa fiyatlamalarına çok duyarlı olduğundan farklı dönemlerde değişen piyasa risk iştahına bağlı olarak değerlemeler oynaklık gösterir. Şirketlerin gelecek beklentilerinin tam olarak piyasa çarpanları ile yakalanması kolay değildir. Ayrıca dinamik iş modellerinin statik bir çarpana indirgenmesi riskleri bünyesinde barındırır.

Öne çıkan çarpanlar. Bu değerlendirme yönteminde Şirket'in sektöründe sıkça kullanılan aşağıda belirtilen çarpanlar kullanılmış ve son 12 aylık gerçekleşen (30.06.2021-30.06.2022) net dönem karı ve EBITDA tutarları ve 2022 tahmini EBITDA tutarı esas alınarak şirket piyasa değeri hesaplanmıştır.

Firma Değeri/EBITDA (EV/EBITDA)

Piyasa Değeri/Net Kar (F/K)

Genel Varsayımlar. Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler, makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır. Bununla birlikte genel varsayımlar aşağıdaki gibi sıralanmıştır;

-Şirketin faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyecek izahnamede yer alan risklerin Şirket'in geçmişinde tekrarlanan türde olmaması nedeniyle projeksiyon döneminde de Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği,

-Şirket yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişiklik olmayacağı.

İNA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörütleri ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir.

Değerleme Metodolojileri

INA

Şirket'in kaldırıcı belirlenirken iterasyon yaklaşımı, benzer şirketlerin ortalama kaldırıcı ve yönetim beklentileri dikkate alınmıştır. Risksiz getiri %20,3 olarak alınırken %5,5 sermaye piyasası risk primi varsayımları ile %25,2 AOSM belirlenmiştir

Alfa FVFM gereği sıfır alınmıştır. 10 yıllık devlet tahvilinin 1 yıllık ortalaması ve rapor tarihi itibarıyla kapanış verisi dikkate alınarak gelecek 10 yıl için faiz oranı %20,3 olarak tahmin edilirken, en iyi uygulamalarda piyasa algısını en doğru biçimde yansıttığını gördüğümüz %5,5 sermaye piyasası risk primi varsayımları ile projeksiyon döneminde ortalama %25,2 AOSM belirlenmiştir. Cari durumda 10 yıllık devlet tahvilinin kapanışı %11,9 seviyesinde olup AOSM'de kullanılan risksiz getiri muhafazakar bir seviyededir. Şirket'in borsada işlem görmeye başlayacak olması nedeniyle FVFM varsayımlarına göre özsermaye maliyetine şirkete özgü riskin göstergesi olan alfa eklenmemiştir. Şirket paylarının borsalarda işlem görmemesi ve alıcının blok tutarda pay alacak olması firmaya özgü riskin oluşmasını beraberinde getirmektedir. Şirket'in kaldırıcı belirlenirken iterasyon yaklaşımı, benzer yurtiçi şirketlerin ortalama kaldırıcı, 2022/06 mali verileri ve yönetimin kredi-öz kaynak beklentisi dikkate alınmıştır. Şirket'in finansal borcunun düşük kalması nedeniyle sağlık sektörü şirketlerinden hesaplanan kaldırıcı beta modellenmiş ve Hamada ile hesaplanan beta 0,45x olarak tespit edilmesine rağmen muhafazakar tarafta durmak adına beta 1x olarak alınmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması ("AOSM")		
TL		
Veriler		
Risksiz Faiz Oranı	20,3%	10 Yıllık TL Devlet Tahvilinin 1 Yıllık Ortalaması Dikkate Alınmıştır
Şirkete Özgü Risk Getirisi (Alfa)	0,0%	FVFM (CAPM) varsayımlarına göre sıfır alınmıştır.
İşlem Görmemiş Aktif Beta	0,45	Hamada denkleminde göre yurtiçi benzerlerin hesaplanmıştır
Borç/Özkaynak	12,0%	2022/06 mali verileri ve yurtiçi benzerlerin ortalama verisi dikkate alınmıştır.
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	10,7%	2022/06 mali verileri ve yurtiçi benzerlerin ortalama verisi dikkate alınmıştır.
Beklenen Kurumlar Vergisi Oranı	20,4%	Projeksiyon dönemi ortalama vergi oranı kullanılmıştır.
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	Günümüz yatırım iklimini yansıtan %5,5 özsermaye piyasa risk primi kullanılmıştır.
İşlem Görmüş Aktif Beta		
İşlem Görmüş Aktif Beta	1,00	Hamada denkleminde göre yurtiçi benzerlerin hesaplanmıştır
Özsermaye Fiyatlandırma Modeli		
Risksiz Faiz Oranı	20,3%	10 Yıllık TL Devlet Tahvilinin 1 Yıllık Ortalaması Dikkate Alınmıştır
Şirkete Özgü Risk Getirisi (Alfa)	0,0%	FVFM (CAPM) varsayımlarına göre sıfır alınmıştır.
İşlem Görmüş Aktif Beta	1,00	Hamada denkleminde göre yurtiçi benzerlerin hesaplanmıştır
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	Günümüz yatırım iklimini yansıtan %5,5 özsermaye piyasa risk primi kullanılmıştır.
Özsermaye Maliyeti	25,8%	Risken arındırılmış oran+(özsermaye piyasa risk primi*işlem görmüş aktif beta)*Şirkete özgü risk getirisi
AOSM		
Özsermaye Maliyeti	25,8%	Yukarıda hesaplanmış olan Özsermaye Maliyeti
Borç Maliyeti	25,3%	Şirket'e verilen uzun vadeli borçlanma maliyet oranı
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	10,7%	2022/06 mali verileri ve yurtiçi benzerlerin ortalama verisi dikkate alınmıştır.
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	89,3%	1- toplam finansmandaki borç oranı
Kurumlar Vergisi Oranı	20,4%	Projeksiyon dönemi ortalama vergi oranı kullanılmıştır.
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	25,2%	(% Özsermaye Oranı x Özsermaye Maliyeti) + (% Borç Oranı x (1 - Kurumlar Vergisi) x Borç Maliyeti)

Net Borç

9,3 mn TL Net Borç pozisyonu

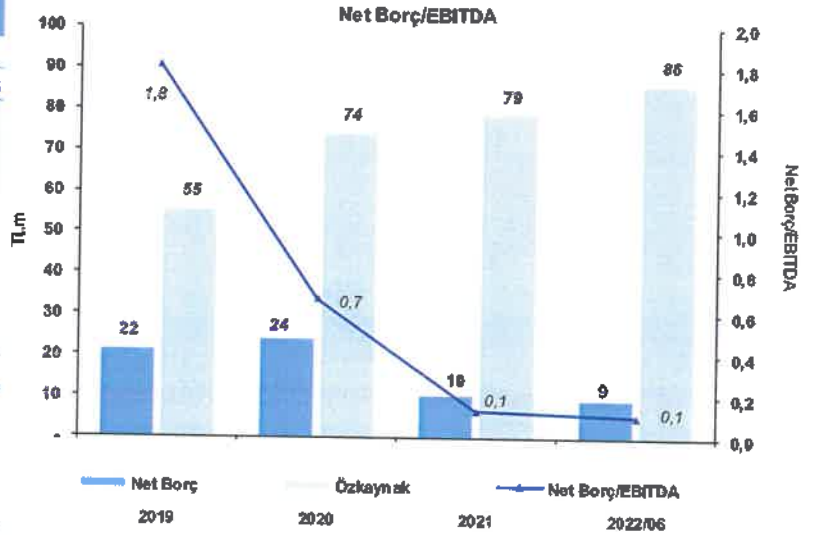
Finansal borçların tamamı TL bazlı olup borçların önemli bir kısmı kısa vadeli

0,1x Net Borç/EBITDA. 2020 yılında düşük maliyetli KGF kredileri finansal borçlulukta artışı beraberinde getirmiştir. Ayrıca Şirket'in test kiti ve yerli aparat üretimine geçmesi de ilgili dönemde borçluluk artışını beraberinde getirmiştir. 2021 ve 2022/06'da ise üretilen karlılığa ek olarak yeni kredi kullanılmaması net borcun 2020'de 23,9 mn TL olan seviyesinden cari dönemde 9,3 mn TL'ye gerilemesine sebep olmuştur. Şirket özkaynak ile finansman kültürüne sahip olması, yükselen faizler ve her dönem yükselen karlılık nedeniyle banka kredisini önemli tutarda kullanmamaktadır. Gelecek dönem yatırımlar için halka arzın ön plana çıkması da benzer gerekçelerden kaynaklanmaktadır. Bu nedenle gelecek dönemde yurtdışı açılımı, yurtiçinde yeni merkezlerin portföye dahil edilmesi ve işletme sermayesi için halka arz ön plana çıkmaktadır. Şirket oldukça düşük finansal borca sahip olmakla birlikte borçların tamamı TL bazlıdır. Finansal borçların büyük oranda kısa vadeye yayıldığı dikkat çekmektedir. Şirket'in temel kaldıraç rasyolarından biri olan Net Borç/EBITDA oranı 2022/06 itibarıyla 0,1x seviyesindedir. Şirket, yükselen döviz ortamında cari dönemde 7,3 mn TL döviz fazlasına sahiptir. Bu durum karlılığı pozitif etkilemektedir.

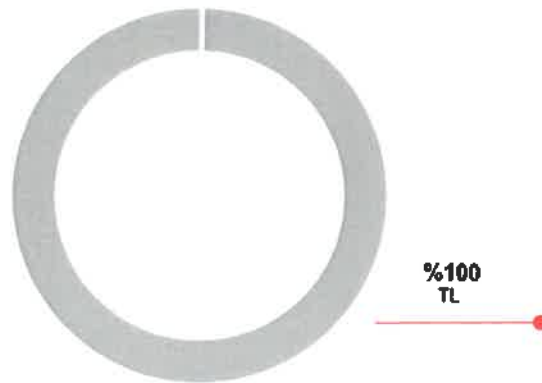
Net Borç & Özkaynak & Finansal Kaldıraç

TLm	2019	2020	2021	2022/06
Nakit ve Nakit Benzerleri	6,9	8,4	5,8	3,2
Finansal Yatırım	-	-	-	0,4
Diğer Alacaklar*	0,1	0,4	0,1	0,9
Kısa Vad. Fin. Borç.	1,4	1,1	0,9	-
Uz. Vad. Borç. Kısa Vad. Kıs.	11,7	13,4	7,6	5,8
Kiralama İşlemlerinden Borç.	1,4	3,7	3,3	2,7
Diğer Borçlar	2,7	4,1	1,8	3,5
Uzun Vad. Borç.	11,4	10,5	2,6	1,8
Net Borç	21,5	23,9	10,3	9,3
Özkaynak	55,5	74,3	78,8	85,1
Net Borç/Özkaynak	38,8%	32,2%	13,0%	10,8%
Net Borç/EBITDA	1,8	0,7	0,1	0,1
EBITDA**	11,9	35,6	80,6	91,2

*Diğer alacak, kiralama işlemlerinden borçlar ve diğer borçlar uzun + kısa borçları kapsar



Kur bazlı Borç Dağılımı (2022/06)



İşletme Sermayesi

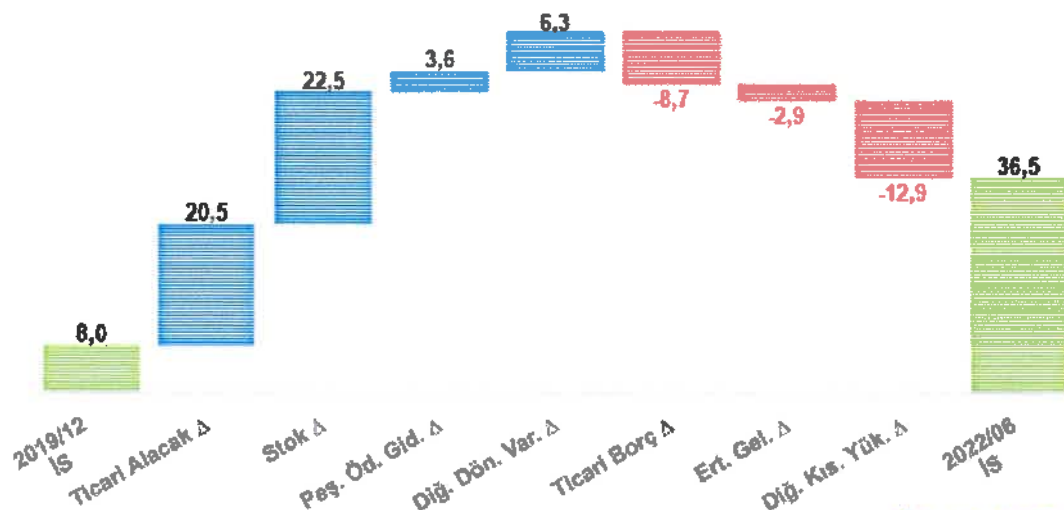
2021'de enflasyonist etkilerle %24,9 olan işletme sermayesi/satış oranı son 3 yılda ortalama %17,9 olarak kaydedilmiştir. Projeksiyonda ise 2021 seviyesine yakın seyredeceği varsayılmıştır

**Borsada Şirket'e en çok benzeyen
Meditera'nın 2022/06 itibariyle
İşletme Sermayesi/Satış rasyosu
%25,6 olarak gerçekleşmiştir**

Pandemide İşletme Sermayesi Açığı Yükseldi. Şirket'in 2019-2020 döneminde düşük işletme sermayesi bulunurken 2021 yılında önemli bir artış yaşanmıştır. 2021 yılında artan test kiti satışları stok artışını beraberinde getirirken pandemide hammaddeye erişimin zorlaşması ve yükselen enflasyon dikkate alınarak firma kısmi stok artışına gitmiştir. Ayrıca döviz bazlı ticari alacaklarda kur farkı nedeniyle yükselişler yaşanmış; bu 2 önemli etki ile işletme sermayesi 2021'de yükselmiştir. Birçok şirket enflasyonist ortamda yüksek işletme sermayesine maruz kalmaktadır. 2019 ve 2020'de 50 ve 32 gün olan nakit döngü süresi 2021'de ilgili etkiler nedeniyle 108 güne yükselmiştir. 2022 gün süresi belirlenirken 2019-2022/06 dönemlerinin ortalaması alınmıştır. Test kiti satışlarının 2022'de sonlanması ile alacak gün süresinde hafif artış beklenmektedir. Zira test kiti özellikle 2021'de düşük vade ile satılmıştır. Hem 2021-2022'de yüksek stoklamaya sebep olan enflasyonda beklenen ivme kaybı hem de test kiti satışlarının portföyden çıkarılması ile stok gün süresinde projeksiyonda hafif gerileme beklenmektedir. Bununla birlikte geçmiş ortalamaların üzerinde stok gün süresi projeksiyonda korunmuştur. Diğer tüm gün süreleri geçmiş ortalamalar ile benzer alınmıştır. İşletme sermayesi/net satış rasyosu 2019, 2020 ve 2021 yıllarında sırasıyla %16,6, %12,1 ve %24,9 olmasına rağmen projeksiyon döneminde yüksek büyümeyi destekleyebilmek ve muhafazakar tarafta kalmak adına söz konusu rasyonun %23,3-%23,6 bandında dalgalanacağı modellenmiştir.

İşletme Sermayesi (mTL)	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Ticari Alacaklar, Ort.	13,3	17,5	27,8	32,4	35,9	45,8	52,4	58,7		
Stoklar, Ort.	2,8	4,0	19,1	25,3	23,2	28,2	32,3	36,0		
Pesin Ödenmiş Gid., Ort.	1,1	1,4	4,1	4,7	4,4	5,5	6,3	7,1		
Diğ. Dön. Var., Ort.	0,1	2,4	5,4	6,1	6,7	8,4	9,7	10,8		
Ticari Borç, Ort.	5,8	6,3	9,0	14,4	13,6	16,9	19,4	21,6		
Ertelenmiş Gel., Ort.	2,0	2,0	4,1	4,7	5,1	6,4	7,4	8,2		
Diğer Kıs. Vad. Yük., Ort.	1,6	4,7	11,4	14,5	13,7	17,0	19,5	21,7		
Net Satışlar	48	101	128	148	162	205	234	262	288	310
SMM	34	63	40	80	75	93	107	119		
Ticari Alacak Gün	101	63	79	80	81	82	82	82		
Stok Gün	30	23	176	116	113	110	110	110		
Pesin Öd. Gid. Gün	12	8	38	22	22	22	22	22		
Diğ. Dön. Var. Gün	1	9	15	15	15	15	15	15		
Ticari Borç Gün	63	36	83	66	66	66	66	66		
Ert. Gel. Gün	15	7	12	11	11	11	11	11		
Diğ. Kıs. Vad. Yük. Gün	18	27	105	66	66	66	66	66		
Nakit Dönüşü	50	32	108	88	86	84	84	84		
İşletme Sermayesi	8,0	12,3	31,9	35,0	38,0	47,6	54,5	61,0	67,1	72,1
Değişim		4,3	19,6	3,1	3,0	9,6	6,9	6,5	6,1	5,0
İşletme Sermayesi/Satış	16,6%	12,1%	24,9%	23,6%	23,4%	23,3%	23,3%	23,3%	23,3%	23,3%

İŞLETME SERMAYESİ KÖPRÜSÜ (MTL)



Nakit Akışı

INA modeli ile tespit edilen 318 mn TL değer INA Test Modülleri ile test edilmiştir

Büyümeyi destekleyebilmek adına sabit kıymet yatırımları, genel yönetim ve pazarlama giderlerinde hızlı büyüme ve artan işletme sermayesi modelin kendi içinde tutarlılığı adına dikkate alınmıştır.

INA yaklaşımı ile iskonto öncesi pay başı 15,49 TL değer, 2022-2030 arası dönemde Şirket yönetiminin beklediği nakit akış modeli aşağıda gösterilmektedir. Şirket test kiti satışlarının etkisiyle 2021'de EBITDA kaleminde önemli bir büyüme elde ederken 2022'de pandemik etkinin azalması ile EBITDA'da normalizasyon beklemektedir. Bununla birlikte 2023 ve 2024'te gerçekleşecek yatırım ile yurtiçi ünite sayısında önemli bir gelişim öngörülmektedir. Yönetim gelecek yıllarda önemli bir büyüme beklerken, net satış büyümesinin enflasyona yaklaşarak büyümenin ve işletme sermayesi yatırımının normalize olduğu sene olan 2028 yılına kadar nakit akışı tahmin edilmiştir. Kemoterapi sarf matzemelerinin bünyede üretilmesi ve yüksek kar marjı ile satılan test kiti satışları ile 2021'de %63 olarak gerçekleşen EBITDA marjının projeksiyonda %34-40 bandında dengelenmesi Yönetim tarafından öngörülmektedir. Büyümeyi destekleyebilmek adına geçmişte ortalamada %17,9 olan işletme sermayesi/satış rasyosunun projeksiyonda %23,6'ya kadar yükseldiği ve gelir büyümesinin normalize olduğu dönem normalize yıl seçiminde dikkate alınmıştır. Normalize yıl sonrası ise %5 uç değer (devam eden değer) büyümesi uygulanırken, uç değere karşılık gelen EV/EBITDA çıkış çarpanı seviyesi 3,6x olarak hesaplanmıştır. Buna göre INA'da elde edilen değerler %36,2'si uç değerden kaynaklanmaktadır. Elde edilen INA değeri Test Modülleri ile test edilmiştir.

INA (mTL)	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	Uç değer
Net Satışlar	47,8	101,3	128,0	148,4	162,4	204,5	234,2	262,0	288	310	
Değişim		112%	26%	16%	9,5%	25,9%	14,5%	11,9%	10,0%	7,5%	
EBITDA	11,9	35,6	80,6	50,3	65,0	82,0	93,9	105,0	115,6	124,2	
Değişim		200%	126%	-38%	29%	26%	15%	12%	10%	7,5%	
EBITDA Marjı	24,8%	35,1%	63,0%	33,9%	40,0%	40,1%	40,1%	40,1%	40,1%	40,1%	
Esas Faaliyet Karı	7,6	27,5	71,6	38,5	51,9	69,4	79,0	89,7	103,9	112,2	
Değişim	a.d.	261%	160%	-46%	35%	34%	14%	14%	16%	8%	
Vergi	22,0%	22,0%	25,0%	23,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
Operasyonel Vergiler	(1,7)	(6,0)	(17,9)	(8,8)	(10,4)	(13,9)	(15,8)	(17,9)	(20,8)	(22,4)	
Amortisman	(3,4)	(5,6)	(8,0)	(11,9)	(13,2)	(12,6)	(14,9)	(15,3)	(11,6)	(12,0)	
Net Yatırım Giderleri	(13,1)	(13,3)	(12,6)	(7,6)	(9,1)	(10,5)	(12,0)	(13,4)	(11,8)	(11,7)	
Yatırım/Satış	27,3%	13,1%	9,9%	5,1%	5,6%	5,1%	5,1%	5,1%	4,1%	3,8%	
Yatırım/Amortisman	3,8	2,4	1,6	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	1,0	1,0	
İşletme Sermayesi Değiş.		(4,3)	(19,6)	(3,1)	(3,0)	(9,6)	(6,9)	(6,5)	(8,1)	(5,0)	
Kaldıraçsız Nakit Akımı				35,1	42,5	48,0	59,2	67,2	76,9	85,1	442,8
Değişim				a.d	%21,1	%12,9	%23,3	%13,5	%14,4	%10,7	%5,0
AOSM			25,2%	25,2%	25,2%	25,2%	25,2%	25,2%	25,2%	25,2%	25,2%
İndirgenmiş Nakit Akımı				33,2	34,0	30,6	30,2	27,4	25,0	22,1	115,1

Firma Değeri	318
Uç Değer Payı	36,2%
Uç Değer Büyüme	5,0%
Uç Değer Çıkış Çarpanı	3,6
Net Borç	9
Piyasa Değeri	308
Hisse Sayısı	20
Hisse Fiyatı	15,49

İNA Varsayımları

Sözleşme fiyatları için SGK tavan fiyat uygulamaktadır

Şubat 2022'de çıkarılan Cumhurbaşkanlığı kararına göre 2021 yılının son 5 ayı için %10; 2022 ilk çeyrek için %40 fiyat farkları Şirket tarafından kesilecektir.

Geçmiş ortalamanın altında satış büyümesi projekte edildi

Fiyat gelişimi. Sektörde tavan fiyatlar SGK tarafından SUT fiyatı olarak belirlenmektedir. Şirket'in yaptığı sözleşmeler ise SUT fiyatına belirli oranlarda iskonto olarak gerçekleşmektedir. Şirket yönetimi 2022 için SUT fiyatını ürün başına 292 TL olarak öngörürken sonraki yıllarda tavan fiyatın beklenen enflasyon oranında artacağı modellenmiştir. 2019-2021 döneminde Şirket'in ortalama ürün başına gelirinin ortalama tavan fiyata göre %61,2 iskonto olduğu geçmiş verilerden teyit edilmiştir. İlgili makasın 2022, 2023, 2024, 2025 ve 2026 yılları için %54,8, %51,4, %51,4, %51,4 ve %51,4 olarak gerçekleşeceği Yönetim tarafından öngörülmektedir. Nihai olarak 2022 ve 2023'te beklenen enflasyonun altında yurtiçi ortalama ürün başına fiyatın sırasıyla %35,4 ve %34,6 oranında artması beklenirken sonraki yıllarda beklenen enflasyon nispetinde fiyat artışları öngörülmektedir. 2022 ve 2023'te yüksek enflasyon dikkate alındığında beklenen fiyat artışının muhafazakar olduğu düşünülmektedir. Şubat 2022'de Cumhurbaşkanlığı kararı ile verilen 2021 son 5 ay ve 2022 yılı fiyat farkları ise modelde gelir ve faaliyet karlılığını destekleyecektir.

2019-2021'de net satışlarda %63,6 YBBO. 2019, 2020 ve 2021'de sırasıyla 47,8 mn TL, 101,3 mn TL ve 128 mn TL olan net satışların 2022'de 148,4 mn TL olacağı öngörülmektedir. 2022/06'da ise net satışlar 69,9 mn TL olarak gerçekleşmiştir. 2022'de net satışlardaki sınırlı büyüme test kiti ve cihaz satışlarındaki normalizasyon etkilidir. 2023 yılında ise test kiti satışlarının tamamen ortadan kalkması ile satış büyümesindeki sınırlı yükseliş devam etmiştir. Bununla birlikte kemoterapi segmentinde hızlı büyüme görülmektedir. Net satışlarda 2019-2021 döneminde yıllık bileşik büyüme %63,6 olarak kaydedilirken 2021-2026 döneminde beklenen büyüme oranı projeksiyonda %15,4 olarak varsayılmıştır. Geçmişe nazaran daha enflasyonist bir ortama girilmesine rağmen büyüme beklenen oranlar geçmiş ortalamanın altında tahmin edilmiştir. 2021'de önemli bir seviyeye ulaşan diğer gelirler ise pandeminin sonlanması ile azalan test kiti satışları ve kemoterapi cihaz satışlarının öngörülmemesi nedeniyle 2022, 2023 ve 2024 yıllarında gerilemiş; sonraki yıllarda ise beklenen enflasyon kadar artırılmıştır. Böylece 2024-2025 yıllarında diğer gelirlerin toplam gelirlerden aldığı pay %5,1 seviyesine gerilemiştir.

Birim Fiyatlar	Birim	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Ortalama Birim Fiyat	TL/Kişi	92,4	129,2	118,2	160,0	215,4	266,9	305,5	341,9
SUT Fiyatı	TL/Kişi	165,0	182,0	209,0	292,0	419,0	519,2	594,4	665,2
Yurtiçi Ürün Baş. Ort. Fiyat	TL/Kişi	92,4	129,2	118,2	160,0	215,4	266,9	305,5	341,9
SUT Makası	%	56,0%	71,0%	56,5%	54,8%	51,4%	51,4%	51,4%	51,4%
Genel Fiyat Değişimi	%		39,8%	-8,5%	35,4%	34,6%	23,9%	14,5%	11,9%
Yurtiçi Ürün Baş. Ort. Fiyat	%		39,8%	-8,5%	35,4%	34,6%	23,9%	14,5%	11,9%

Satış Büyümesi	Birim	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	mn TL	47,8	101,3	128,0	148,4	162,4	204,5	234,2	262,0
Yurtiçi Hasta Gelirleri	mn TL	44,4	67,9	67,1	102,7	151,5	194,1	222,3	248,7
Diğer Gelirler	mn TL	3,4	33,4	60,9	45,6	11,0	10,4	11,9	13,3
Satış Kırılımı									
Yurtiçi Hasta Gelirleri	%	92,9%	67,0%	52,4%	69,2%	93,2%	94,9%	94,9%	94,9%
Diğer Gelirler	%	7,1%	33,0%	47,6%	30,8%	6,8%	5,1%	5,1%	5,1%
Satış Büyümesi	%		111,9%	26,3%	15,9%	9,5%	25,9%	14,5%	11,9%
Yurtiçi Hasta Gelirleri	%		52,9%	-1,1%	53,0%	47,5%	28,2%	14,5%	11,9%
Diğer Gelirler	%		886,0%	82,2%	-25,0%	-76,0%	-5,3%	14,5%	11,9%

INA Varsayımları

2022'de genel yönetim giderlerinin önceki seneye göre %62,2 oranında artacağı beklenmekte

2022'de EBITDA'nın görece normalize olarak 50,3 mn TL olarak gerçekleşeceği varsayılmakta

Genel yönetim giderleri. 2022 yılı için genel yönetim giderleri tahmin edilirken hem yıl içinde beklenen ortalama TÜFE hem de 2022/03 verileri dikkate alınmıştır. Sonraki yıllarda ise amortisman hariç genel yönetim giderleri beklenen enflasyona paralel artırılmıştır. Amortismanlar, mevcut varlıkların faydalı ömrü, birikmiş amortisman süreleri ve yeni yatırımlar dikkate alınarak tahmin edilmiş ve geçmiş ortalamalara göre genel yönetim giderlerine pay edilmiştir. Buna göre 2022'de genel yönetim giderlerinin %62,2 oranında artarak 22,6 mn TL'ye ulaşacağı öngörülmektedir. 2022-2024 yılında yurtiçi ünite kurulumları için 27,2 mn TL yatırım öngörülmektedir.

EBITDA gelişimi. 2019-2021 döneminde net satışlarda yıllık bileşik büyüme oranı %63,6 olmasına rağmen 2021-2026 döneminde ilgili yıllık büyüme oranı %15,4 olarak varsayılmıştır. 2021'de %69 olan brüt kar marjının 2022-2026 yılları arasında normalize olarak %46,3-%54,4 bandında salınacağı varsayılmaktadır. 2021'de 80,6 mn TL olarak gerçekleşen, 2022/06'te 91 mn TL'yi aşan yıllıklandırılmış EBITDA'nın 2022'de test kiti ve cihaz satışlarındaki normalizasyonla %37,6 gerileyerek 50,3 mn TL olarak kaydedileceği Yönetim tarafından varsayılmaktadır. 2019-2021 döneminde EBITDA kaleminde yıllık bileşik büyüme oranı %160,8 olmasına rağmen 2021-2026 döneminde ilgili büyüme oranının %5,4 olarak gerçekleşeceği varsayılmaktadır.

Genel Yönetim Giderleri	Birim	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Toplam Genel Yönetim Giderleri	mn TL	(4,0)	(6,7)	(13,9)	(22,6)	(30,1)	(34,9)	(40,2)	(44,1)
Amortisman	mn TL	(1,9)	(2,4)	(4,9)	(7,7)	(8,6)	(8,2)	(9,7)	(10,0)
Personel	mn TL	(0,9)	(1,5)	(2,8)	(5,7)	(8,2)	(10,2)	(11,7)	(13,1)
Kıdem Tazminatı	mn TL	(0,2)	(0,6)	(1,3)	(1,7)	(2,4)	(3,0)	(3,5)	(3,9)
Danışmanlık Giderleri	mn TL	(0,3)	(0,1)	(0,2)	(0,7)	(1,0)	(1,3)	(1,5)	(1,6)
Mutfak Yemek Giderleri	mn TL	(0,1)	(0,4)	(0,9)	(1,3)	(1,9)	(2,4)	(2,7)	(3,0)
Konaklama, seyahat giderleri	mn TL	0,0	(0,1)	(0,8)	(1,3)	(1,9)	(2,3)	(2,6)	(2,9)
Enerji	mn TL	(0,1)	(0,3)	(0,6)	(1,1)	(1,5)	(1,9)	(2,2)	(2,4)
Nakliye, Kargo	mn TL	(0,1)	(0,2)	(0,5)	(0,8)	(1,2)	(1,5)	(1,7)	(1,9)
Diğer	mn TL	(0,3)	(1,2)	(2,0)	(2,3)	(3,3)	(4,1)	(4,7)	(5,2)
Değişim	%		64,8%	109,6%	62,2%	32,9%	16,0%	15,3%	9,8%
Amortisman	%		27,5%	108,9%	57,0%	10,6%	-3,9%	17,8%	3,1%
Personel	%		63,8%	94,9%	99,7%	45,5%	23,9%	14,5%	11,9%
Kıdem Tazminatı	%		124,4%	124,2%	33,7%	45,5%	23,9%	14,5%	11,9%
Danışmanlık Giderleri	%		-68,5%	45,9%	367,8%	43,5%	23,9%	14,5%	11,9%
Mutfak Yemek Giderleri	%		243,0%	112,8%	53,7%	43,5%	23,9%	14,5%	11,9%
Konaklama, seyahat giderleri	%		643,7%	53,7%	43,5%	23,9%	14,5%	11,9%	11,9%
Enerji	%		94,1%	127,0%	78,7%	43,5%	23,9%	14,5%	11,9%
Nakliye, Kargo	%		75,0%	119,1%	73,7%	43,5%	23,9%	14,5%	11,9%
Diğer	%		251,1%	69,6%	15,8%	43,5%	23,9%	14,5%	11,9%

Yatırım	Birim	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Toplam Yatırım	mn TL	13,1	13,3	12,6	7,6	9,1	10,5	12,0	13,4
Yatırım	mn TL	13,1	13,3	12,6	7,6	9,1	10,5	12,0	13,4
Yatırım/Satış	%	27%	13%	10%	5%	5,6%	5%	5%	5%

Gelir Tablosu	Birim	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2019-2021 YBBO	2021-2026 YBBO
Net Satış	mn TL	48	101	128	148	162	205	234	262	63,6%	15,4%
Değişim	%		111,9%	26,3%	15,9%	9,5%	25,9%	14,5%	11,9%		
SMM	mn TL	(34)	(63)	(40)	(80)	(75)	(93)	(107)	(119)	8,6%	24,7%
Brüt Kar	mn TL	14,2	38,3	88,3	68,6	87,4	111,1	127,1	142,7	149,6%	10,1%
Brüt Marj	%	29,7%	37,8%	69,0%	46,3%	53,8%	54,3%	54,3%	54,4%		
Faaliyet Giderleri	mn TL	(5,8)	(8,3)	(15,7)	(30,2)	(35,6)	(41,8)	(48,1)	(53,0)	65,1%	27,5%
Faaliyet Gid./Satış	%	-12,1%	-8,2%	-12,3%	-20,3%	-21,9%	-20,4%	-20,5%	-20,2%		
Amortisman	mn TL	(3,4)	(5,6)	(8,0)	(11,8)	(13,2)	(12,6)	(14,9)	(15,3)		
EBITDA	mn TL	11,9	35,6	80,6	50,3	65,0	82,0	93,9	105,0	160,8%	5,4%
EBITDA Margin	%	24,8%	35,1%	63,0%	33,9%	40,0%	40,1%	40,1%	40,1%		
Değişim	%		200,4%	126,4%	-37,6%	29,1%	26,1%	14,5%	11,9%		

Piyasa Çarpanları

**Yurtdışı benzer şirket çarpanları
1.122 TL piyasa değerine işaret
etmekte**

Uluslararası Çarpanlar

26 uluslararası firma örneklemede kullanılmıştır. Şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren yurtdışı benzer şirketler tespit edilmiş ve değer tespitinde uluslararası şirketlerin çarpanlarına yer verilmiştir. Çarpanların hesaplanmasında kullanılan piyasa değerleri 24 Ekim 2022 tarihli'dir. Aşağıdaki tablolarda yurtdışı şirketlere yönelik finansal veriler, çarpan değerleri ve faaliyet alanlarına yönelik özet bilgiler yer almaktadır. EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 20x'in üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dahil edilmemiştir. 20x ve 5x eşik değerleri uç değerlerin elimine edilmesi amacıyla seçilmiştir. Değerleme yapılırken EV/EBITDA 2022/06-4Ç ile EV/EBITDA22T çarpanlarına %25'er; F/K çarpanına ise %50 ağırlık verilmiştir

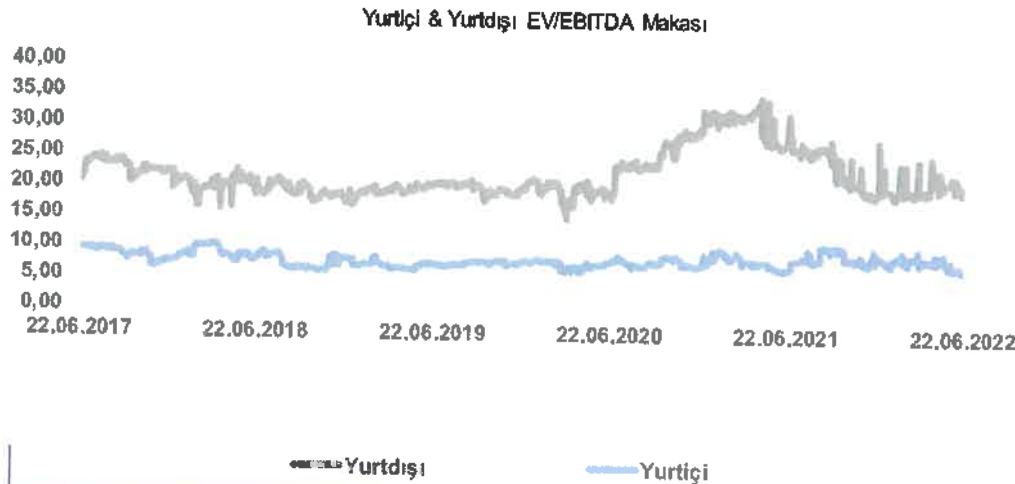
Yurtdış Piyasa Çarpanları Analizinde Kullanılan Örnekleme Şirketleri

Şirket	Ölçe	Açıklama
Olympus	Japonya	Olympus, optoelektronik ürünler üretmektedir. Şirketin ürünleri arasında endüstriyel kullanım için endoskoplar, mikroskoplar, analitik ekipman ve lazer optik tarayıcılar yer almaktadır.
Shenzhen	Çin	Shenzhen Mindray Bio-Medical Electronics Co., Ltd. tıbbi ekipman üretir ve dağıtır. Şirket, yaşam bilgilerini destekleyen, in vitro teşhis ve tıbbi görüntüleme ekipmanı ekipmanı üretir.
Phc Holding	Japonya	PHC Holdings Corporation, tıbbi cihazlar tasarlar, geliştirir. Şirket, kan şekeri sistemleri, diyabet yönetim sistemleri ve diğer ilgili test cihazları üretmektedir.
Trukmg	Çin	Şirket, ampule bağlantı hatları, flekon bağlantı hatları, oral sıvı bağlantı hatları ve infüzyon bağlantı hatları ve diğer ilgili ürünler sunmaktadır.
Shirwa	Çin	Shirwa Medical Instrument Co., Ltd. tıbbi alet ve ekipman üretir ve pazarlar. Şirketin ürünleri arasında sterilizasyon ekipmanı, radyasyon teşhisi ve radyoterapi ekipmanı, kimyasal endikasyon ürünleri ve tıbbi çevre koruma ekipmanı bulunmaktadır.
Sinocare	Çin	Sinocare Inc. biyosensör teknolojiye genç zamanlı algılama ürünleri geliştirir, üretir ve satır.
Roche	İsviçre	Roche Holding AG, farmasötik ve teşhis ürünleri geliştirmekte ve üretmektedir.
Medtronic	İrlanda	Medtronic, PLC, tedavi edici ve tanısal tıbbi ürünler geliştirmektedir.
Drägerwerk	Almanya	Şirket, ventilatörler, izleme ekipmanları, tansiyon kurşunları, anestezi makineleri, cerrahi ışıklar, koğu ekipmanları, evde bakım ekipmanları, endüstride güvenli nefes alma sistemleri ve oksijen sistemleri üretmektedir.
Smith	İngiltere	Smith & Nephew plc, gelişmiş tıbbi cihazlar geliştirmekte ve pazarlamaktadır. Grup ortopedi, endoskopi ve ileri yara tedavisi ile ilgilenmektedir.
Elekta	İsveç	Elekta AB, nörolojik bozuklukların tedavisi ve kanser radyasyonunun tedavisi için gelişmiş tıbbi ürünler üretir ve satır.
Arjo	İsveç	Arjo AB, yaşı ve engelli hastalar için tıbbi ekipman geliştirir. Şirket, tıbbi yataklar, sıfır dezenfektanları, önleme pompaları ve duş sistemleri sunmaktadır.
Ion Beam	Belçika	Ion Beam Applications S.A. (IBA), radyasyon tedavisi için proton tedavi alanında tıbbi ekipman geliştirir ve kurar.
Becton	Amerika	Becton, Dickinson and Company, temel olarak sağlık kurumları, yaşam bilimi araştırmacıları, klinik laboratuvarlar, ilaç endüstrisi ve genel halk tarafından kullanılan tıbbi cihazların, enstrüman sistemlerinin ve reaktiflerinin geliştirilmesi, üretimi ve satışı ile uğraşan küresel bir tıbbi teknoloji şirkettir.
Stryker	Amerika	Stryker Corporation, özel cerrahi ve tıbbi ürünler geliştirir, üretir ve pazarlar.
Intuitive Surgical	Amerika	Intuitive Surgical, Inc. cerrahi sistemleri tasarlar, üretir ve pazarlar. Endoskoplar, endoskopik ekartörler ve disektörler, mekai, bistüri, forseps, iğne tutucular, elektrotlar, ultrasonik kesiciler ve cerrahi işlemler arasında aksesuarlar sunmaktadır.
Stens	Amerika	Stens Public Limited Şirketi, enfeksiyon önleme ve diğer prosedür ürünleri ve hizmetleri sağlayıcı olarak faaliyet göstermektedir.
Dexcom	Amerika	Dexcom, Inc., diyabetli kişiler için sürekli glukoz izleme sistemlerinin tasarımı ve geliştirilmesine odaklanan bir tıbbi cihaz şirketi olarak faaliyet göstermektedir.
Omnicell	Amerika	Omnicell, Inc. sağlık tesisleri için entegre bir klinik altyapı ve iş akışı otomasyon çözümleri paketi sağlar.
Avenos Ming	Amerika	Avenos Medical A.Ş. bir medikal teknoloji şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket enfeksiyon önleme, cerrahi, solunum, sindirim sağlığı ve ağrı yönetimi çözümleri sunmaktadır.
Insulet	Amerika	Insulet Corporation, bir tıbbi cihaz şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, insüline bağımlı diyabetli kişiler için bir insülin infüzyon sistemi geliştirir, üretir.
Cooper	Amerika	Cooper Companies Inc., bağırsık kuruluşları aracılığıyla özel sağlık ürünleri geliştirir, üretir ve pazarlar.
Tandem	Amerika	Tandem Diabetes Bakımı A.Ş. tıbbi cihazlar üretmektedir. Şirket, insüline bağımlı diyabet hastaları için ürünler tasarlamakta, geliştirmekte ve ticarileştirmektedir.
Varex Imaginf	Amerika	Varex Imaging Corporation, x-ray görüntüleme bileşenlerini tasarlar, üretir ve satır.
Natus Medical	Amerika	Natus Medical Incorporated, tarama ürünleri geliştiren, üreten ve pazarlayan bir tıbbi cihaz şirketi olarak faaliyet göstermektedir.
Lantheus Holding	Amerika	Lantheus Holdings, Inc. tanısal tıbbi görüntüleme ajanları ve ürünleri geliştirir, üretir, satır ve dağıtır.

Uluslararası Benzer Şirketler Piyasa Çarpanları				24 Ekim	Son 12 Ay				Net Satış Artış		EBITDA Artışı	EBITDA	Son 12 Ay	Carl
Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke		EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	EV/EBITDA	2019-2022/03	2019-2022/03	EBITDA	Net Borç/	Net Borç/
Asya-Pasifik Gelişim-Gelişim Ülkeleri	Olympus Corp	7733 JP Equity	Japonya	28.102	14,3	4,0	31,5	6,6	8,8	3,8%	16,0%	28,1%	0,5	0,2
	Shenzhen Mindray Bio-Medical	300760 CH Equity	Çin	52.107	M.D	13,2	42,5	14,0	M.D	22,5%	M.D	M.D	M.D	(0,4)
	Phc Holdings Corp	8523 JP Equity	Japonya	1.239	7,6	1,3	M.D	1,3	6,7	23,2%	M.D	16,4%	6,8	1,7
	Trukey Technology Ltd-A	309958 CH Equity	Çin	1.249	M.D	1,5	14,5	2,3	M.D	51,1%	M.D	M.D	M.D	0,0
	Shima Medical Instrument-A	600587 CH Equity	Çin	1.426	M.D	1,1	16,0	2,0	M.D	-2,2%	M.D	M.D	M.D	0,1
	Sinocare Inc - A	300296 CH Equity	Çin	2.408	M.D	6,3	63,5	6,1	M.D	15,1%	M.D	M.D	M.D	0,1
	Ortalama			14.089	10,9	2,0	16,2	1,9	7,6	18,9%	18,0%	22,2%	3,1	5,3
	Medyan			1.916	10,9	1,4	16,2	2,0	7,6	18,8%	18,0%	22,2%	3,1	5,3
	Minimum			1.239	7,6	1,1	14,5	1,3	6,7	-2,2%	18,0%	16,4%	3,5	(0,4)
	Maksimum			52.107	14,3	13,2	63,5	14,0	6,7	51,1%	18,0%	28,1%	5,8	1,7
Avrupa Gelişim-Gelişim Ülkeleri	Roche Holding AG-Genussschei	ROG SW Equity	İsviçre	274.715	10,8	4,3	18,4	10,5	M.D	3,8%	6,6%	M.D	0,9	0,7
	Medtronic Plc	MDT US Equity	İrlanda	111.489	14,6	4,4	19,7	2,1	12,9	1,3%	-2,3%	30,4%	1,6	0,3
	Drägerwerk AG - Pref	DRW3 GR Equity	Almanya	718	4,2	0,4	M.D	0,6	M.D	9,1%	M.D	8,6%	3,1	0,2
	Smith & Nephew Plc	SN/ LN Equity	İngiltere	9.952	10,3	2,8	20,2	1,6	9,5	2,6%	-2,7%	M.D	2,0	0,4
	Elekta AB-B Shs	EKTAB SS Equity	İsviçre	2.019	12,1	2,1	20,3	2,4	9,2	2,6%	-1,0%	17,4%	1,3	0,4
	Arjo AB - B Shares	ARJOB SS Equity	İsviçre	1.164	11,6	2,4	19,9	1,7	9,2	3,4%	8,8%	20,9%	2,8	0,7
	Ion Beam Applications	IBAB BB Equity	Belçika	429	14,0	1,1	101,3	3,4	9,1	15,4%	-2,8%	M.D	(5,6)	(1,0)
	Ortalama			57.212	12,2	2,5	19,3	2,0	10,0	5,4%	1,1%	19,3%	0,9	0,2
	Medyan			2.919	11,9	2,4	18,7	2,0	9,2	3,4%	-1,7%	19,2%	1,6	0,4
	Minimum			429	4,2	0,4	18,4	0,6	M.D	1,3%	-2,8%	8,6%	(5,6)	(1,0)
	Maksimum			274.715	14,6	4,4	101,3	10,5	M.D	15,4%	8,6%	30,4%	3,1	0,7
Küresel-Güney Amerika Gelişim-Gelişim Ülkeleri	Becton Dickinson And Co	BDX US Equity	Amerika	84.228	12,4	4,5	18,1	2,5	M.D	8,6%	80,4%	34,4%	2,9	0,5
	Stryker Corp	SYK US Equity	Amerika	83.420	16,2	5,0	27,9	5,3	M.D	9,4%	9,9%	27,5%	3,4	0,8
	Intuitive Surgical Inc	ISRG US Equity	Amerika	77.649	30,4	10,1	56,1	6,6	M.D	16,2%	9,9%	33,3%	(2,2)	(0,4)
	Stens Plc	STE US Equity	Amerika	16.975	18,6	4,9	35,4	2,7	14,6	19,7%	18,0%	26,2%	2,4	0,4
	Daxcom Inc	DXCM US Equity	Amerika	38.854	70,0	10,7	340,7	12,2	M.D	33,6%	M.D	15,3%	(1,6)	(0,3)
	Omnicell Inc	OMCL US Equity	Amerika	3.311	30,8	4,3	45,4	3,0	M.D	13,4%	23,5%	34,0%	2,4	0,3
	Avanos Medical Inc	AVNS US Equity	Amerika	959	13,7	1,9	21,6	0,8	9,0	4,5%	49,5%	13,9%	2,0	0,2
	Insulet Corp	PODD US Equity	Amerika	16.008	85,2	13,4	275,5	37,9	M.D	25,0%	M.D	15,8%	4,5	1,7
	Cooper Cos Inc/The	COO US Equity	Amerika	12.760	21,2	5,8	29,2	1,8	16,3	6,5%	6,8%	27,8%	3,3	0,4
	Tandem Diabetes Care Inc	TNDM US Equity	Amerika	3.624	184,1	4,7	M.D	7,8	M.D	58,5%	M.D	2,6%	(10,9)	(0,5)
Global	Varex Imaging Corp	VREX US Equity	Amerika	826	8,4	1,4	24,6	1,5	8,1	2,1%	9,2%	16,7%	2,6	0,5
	Natus Medical Inc	NTUS US Equity	Amerika	#N/A	11,1	1,7	M.D	M.D	M.D	-3,0%	5,9%	15,7%	(1,5)	(0,2)
	Lantheus Holdings Inc	LINTH US Equity	Amerika	4.892	34,4	6,9	181,0	8,8	M.D	8,1%	M.D	18,5%	0,1	0,0
	Ortalama			26.974	15,6	3,5	18,1	2,1	12,0	15,4%	23,7%	20,2%	0,6	0,3
	Medyan			14.383	13,8	4,3	18,1	2,2	11,8	8,5%	9,9%	16,7%	(0,7)	0,3
	Minimum			826	8,4	1,4	18,1	0,6	8,1	-3,0%	5,9%	2,5%	0,1	0,5
	Maksimum			83.420	184,1	13,4	340,7	37,9	16,3	58,5%	80,4%	34,4%	0,5	1,7
	Ortalama			32.348	12,7	2,8	18,1	2,0	10,3	13,5%	14,8%	20,3%	0,5	27%
	Medyan			4.982	12,2	2,4	18,2	2,0	9,2	8,4%	8,9%	17,4%	2,0	25%
	Minimum			429	4,2	0,4	14,5	0,6	6,7	-3,0%	-2,8%	2,6%	-10,9	-104%
	Maksimum			274.715	184,1	13,4	340,7	37,9	16,3	58,5%	80,4%	34,4%	5,8	168%
	Oncosem			1.122	12,2	7,1	18,2	13,0	9,2	61,7%	126,5%	57,4%	0,1	0,1

Kaynak: Bloomberg

Grafik 5: Yurtiçi şirketlerin EV/EBITDA çarpanı yurtdışı şirket çarpanlarına göre istikrarlı işlem görmektedir...



Kaynak: Bloomberg & Finnet

Çarpan Değerlemesi

**Çarpan değerlemesine nihai
değerde %20 ağırlık verilmiştir**

EV/EBITDA ve F/K çarpanı kullanılmıştır. EV/EBITDA ve F/K çarpanlarının diğer çarpanlara göre üretici şirketlerini daha doğru fiyatladığını düşünmekteyiz. EV/Satış ve PD/DD çarpanları şirketlerin özsermaye karlılıkları ve EBITDA marjlarına farklılık gösterebilmektedir. F/K ve EV/EBITDA çarpanları ise doğrudan karlılık ile ilgili kurarak şirketleri değerlediği için piyasa çarpanlarından değer elde edilirken EV/EBITDA ve F/K çarpanı dikkate alınmıştır. Uluslararası çarpanlar haricinde tüm bölümlerde 2022/06-4Ç EBITDA ve 2022/06-4Ç Net Kar verisine göre çarpan değerlemesi yapılmıştır. Uluslararası çarpanlarda ise cari çarpanların yanı sıra EV/EBITDA22T çarpanı da değer tespitinde göz önünde bulundurulmuştur. Yurtdışı çarpanlarda cari EV/EBITDA ve EV/EBITDA22T çarpanlarına %25'er; F/K çarpanına %50 ağırlık verilirken diğer örneklerde EV/EBITDA ve F/K çarpanlarına %50'er ağırlık verilmiştir.

Mn TL	Değer
Oncosem EBITDA 2022/06 4Ç	91
Yurtiçi Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x)	13,7
Yurtiçi Benzer Şirketleri EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.250
Oncosem Net Borç 2022/06	9,4
Yurtiçi Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.241
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
Mn TL	Değer
Oncosem Net Kar 2022/06 4Ç	80
Yurtiçi Benzer Şirketler Medyan F/K (x)	12,6
Yurtiçi Benzer Şirketleri F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.011
F/K (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
Yurtiçi Benzer Şirketlerden Gelen Nihai Piyasa Değeri	1.126

Mn TL	Değer
Oncosem EBITDA 2022/06 4Ç	91
BIST Sağlık Grubu Medyan EV/EBITDA (x)	9,4
BIST Sağlık Grubu Şirketleri EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	855
Oncosem Net Borç 2022/06	9
BIST Sağlık Grubu EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	845
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
Mn TL	Değer
Oncosem Net Kar 2022/06 4Ç	80
BIST Sağlık Grubu Medyan F/K (x)	12,0
BIST Sağlık Grubu F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	963
F/K (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
BIST Sağlık Grubundan Gelen Nihai Piyasa Değeri	904

Mn TL	Değer
Oncosem EBITDA 2022/06 4Ç	91
BIST Sınai Şirketleri Medyan EV/EBITDA (x)	10,6
BIST Sınai Şirketleri EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	971
Oncosem Net Borç 2022/06	9,4
BIST Sınai Şirketleri EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	962
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
Mn TL	Değer
Oncosem Net Kar 2022/06 4Ç	80
BIST Sınai Şirketleri Medyan F/K (x)	10,6
BIST Sınai Şirketleri F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	852
F/K (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
BIST Sınai Şirketleri Çarpanına göre Hesaplanan Nihai Piyasa Değeri	907

Mn TL	Değer
Oncosem EBITDA 2022/06 4Ç	91
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x)	12,2
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.116
Oncosem Net Borç 2022/06	9
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.106
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	25%
Mn TL	Değer
Oncosem EBITDA 2022T	50
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA 2022T (x)	9,2
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA 2022T (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	464
Oncosem Net Borç 2022/06	9
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA 2022T (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	455
EV/EBITDA 22T (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	25%
Oncosem Net Kar 2022/06 4Ç	80
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan F/K (x)	18,2
Yurtdışı Benzer Şirketler F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.464
F/K (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
Yurtdışı Benzer Şirketler Gelen Nihai Piyasa Değeri	1.122

Nihai Değer

348 mn TL iskonto sonrası halka arz piyasa değeri

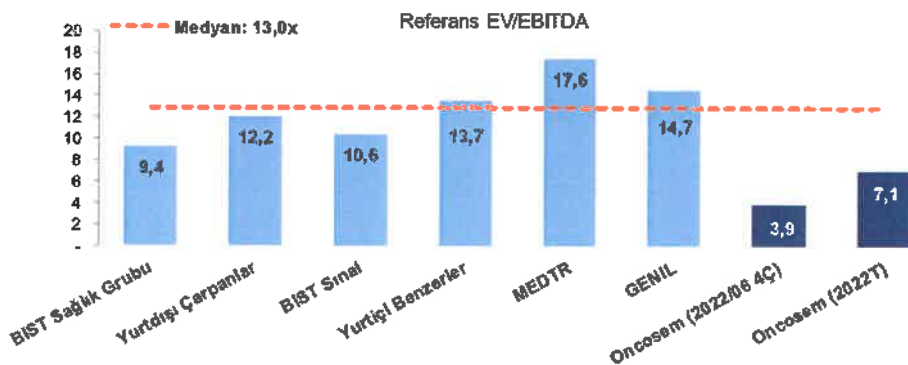
Halka arz piyasa değeri 2022/06 ve 2022 beklenen EBITDA verilerine göre sırasıyla 3,9x ve 7,1x EV/EBITDA çarpanlarına işaret etmektedir

3,9x 2022/06 EV/EBITDA. Şirket'in üretici olması sebebiyle sınai endeksi çarpanlarından değer bulunmasına rağmen ilgili yaklaşım nihai değerde dikkate alınmamıştır. Yurtdışı benzerlerden de bir değer tespiti yapılmakla birlikte tarihi olarak her zaman yurtdışı benzerlerin çarpanlarının yurtdışı benzerlerin üzerinde olması yurtdışı benzerlerden tespit edilen değerlerin nihai değerde kullanılmasının riskli olduğu anlamına gelmektedir. Yurtdışı benzerler örneklem olarak Sağlık Grubu örneklemine göre Şirket'e daha çok benzemesine rağmen muhafazakar tarafta kalmak adına çarpanlarda Sağlık Grubu ve Sınai Endeksi'ne eşit ağırlık verilmiştir. Sağlık Grubu'nda yer alan hastanelerin büyüme potansiyelinin sınırlı olması değer çarpanlarını diğer sağlık grubu şirketlerine göre sınırlı kılmaktadır. İNA ise pandemik etkideki azalmayı değerde dikkate aldığı için değerlemeye yeni normal yakalamak adına daha makul bir yaklaşım olarak görülmektedir. Sonuç olarak İNA yaklaşımına %80; piyasa çarpanlarına ise %20 ağırlık verilerek nihai değer tespit edilmiştir. Son 4 çeyrek EBITDA'nın oldukça yüksek olması ve son dönemde yükselen borsa çarpanları nedeniyle çarpan değerlemesi İNA'da belirlenen değerler üzerindedir. İNA ise test kiti satışlarındaki normalizasyonu dikkate aldığı için değerlemeye daha yüksek ağırlığa tabi tutulmuştur. Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre pay değerini belirlerken elde edilen değere %19 halka arz iskontosu uygulanmıştır. **Halka arz iskontosu öncesi 428 mn TL adil piyasa değeri elde edilirken, iskonto sonrası 348 mn TL değere ulaşılmıştır. Ulaşılan pay başı değer ise 17,5 TL'dir.**

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
Metodolojiler			
İNA	308	80%	15,49
Sınai Endeksi	907	10%	45,60
Sağlık Grubu	904	10%	45,43
Yurtdışı Benzerler	1.126	0%	56,57
Yurtdışı Benzerler	1.122	0%	56,38
Halka Arz Piyasa Değeri	428	100%	21,50
<i>Halka Arz İskontosu</i>	<i>-19%</i>		
Nihai Değer	348		17,50

Değer Çarpanları	2022-06	2022T
EV/EBITDA	3,9	7,1
F/K	4,3	m.d.
EV/Net Satış	2,2	2,4
PD/DD	4,0	m.d.

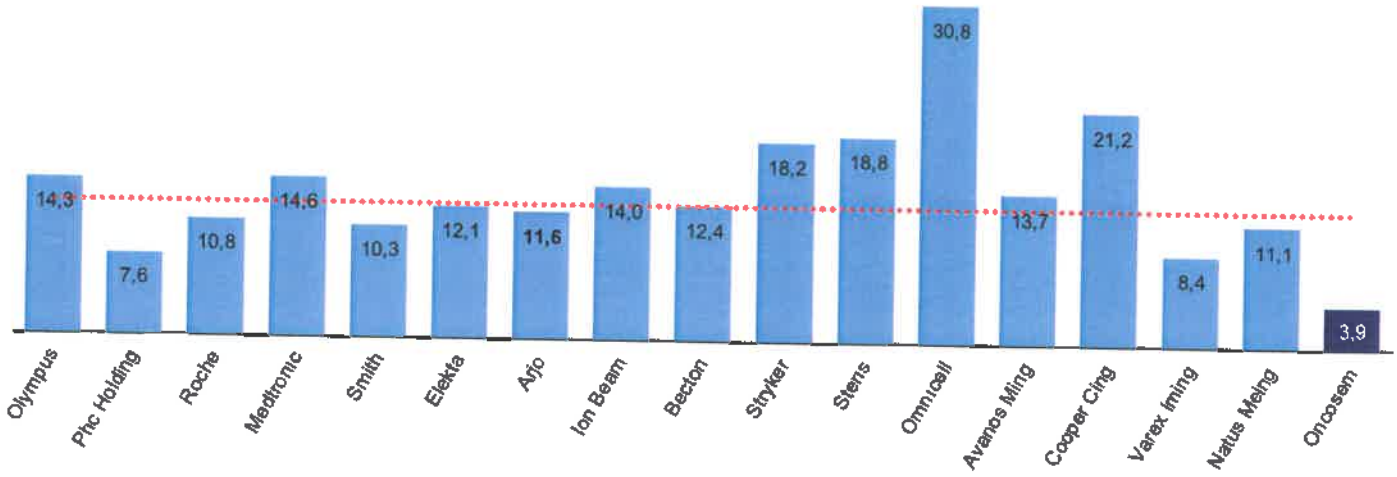
Grafik: 6 Ulaşılan halka arz değeri mevcut karlılık seviyesinde referans değerlerin altındadır...



Kaynak: Bloomberg & Finnet

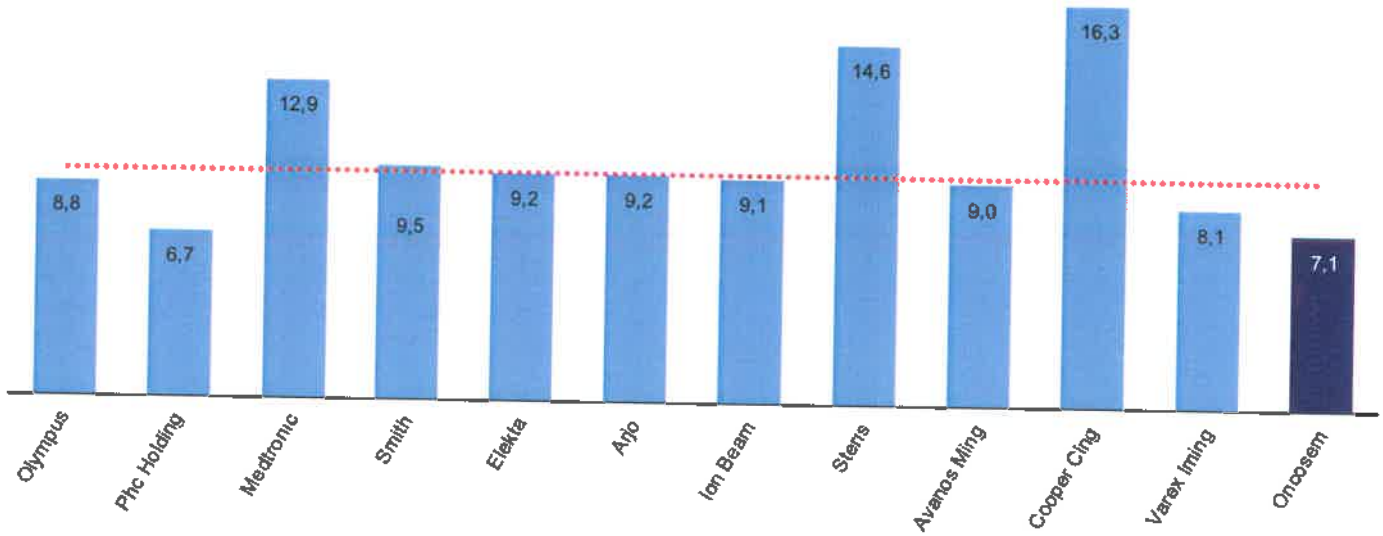
..... Medyan 12,2x

Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA Çarpanları



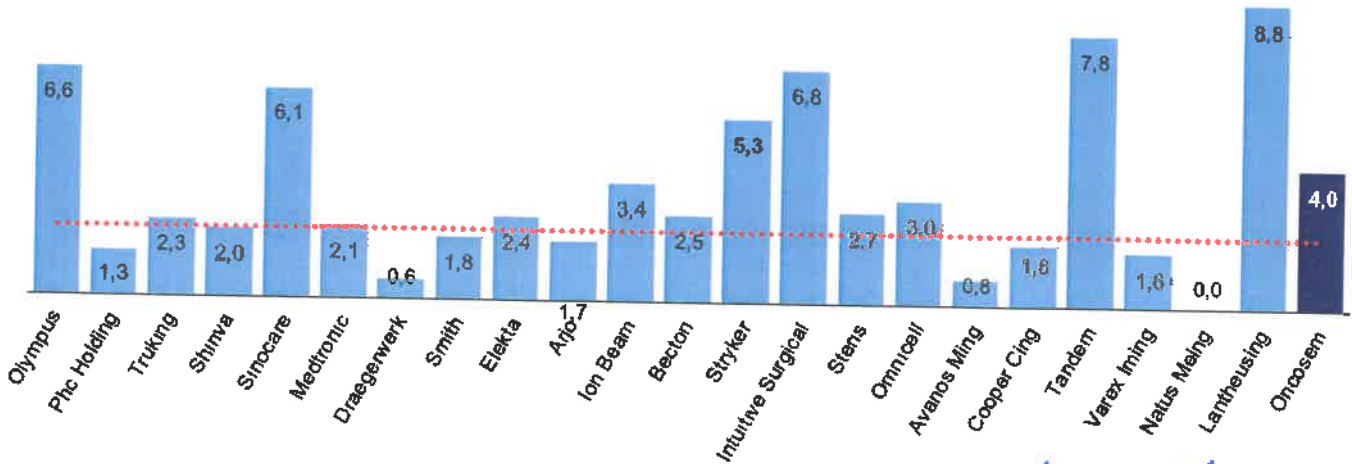
..... Medyan 9,2x

Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA 22T Çarpanları



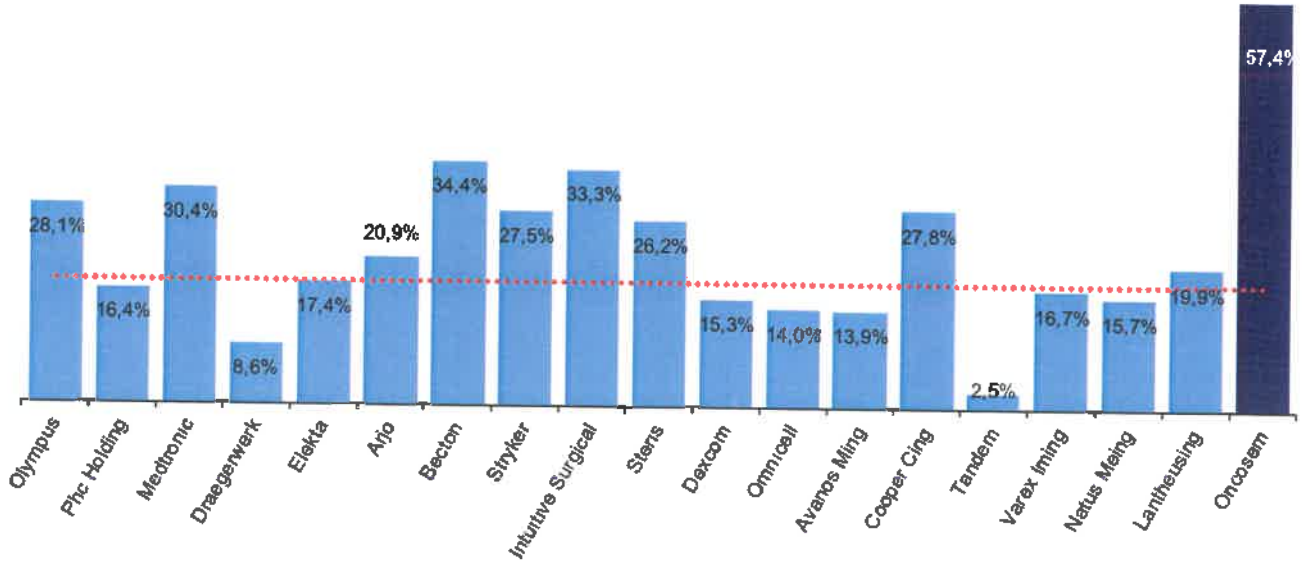
..... Medyan 2x

Yurtdışı Benzer Şirketler PD/DD Çarpanları



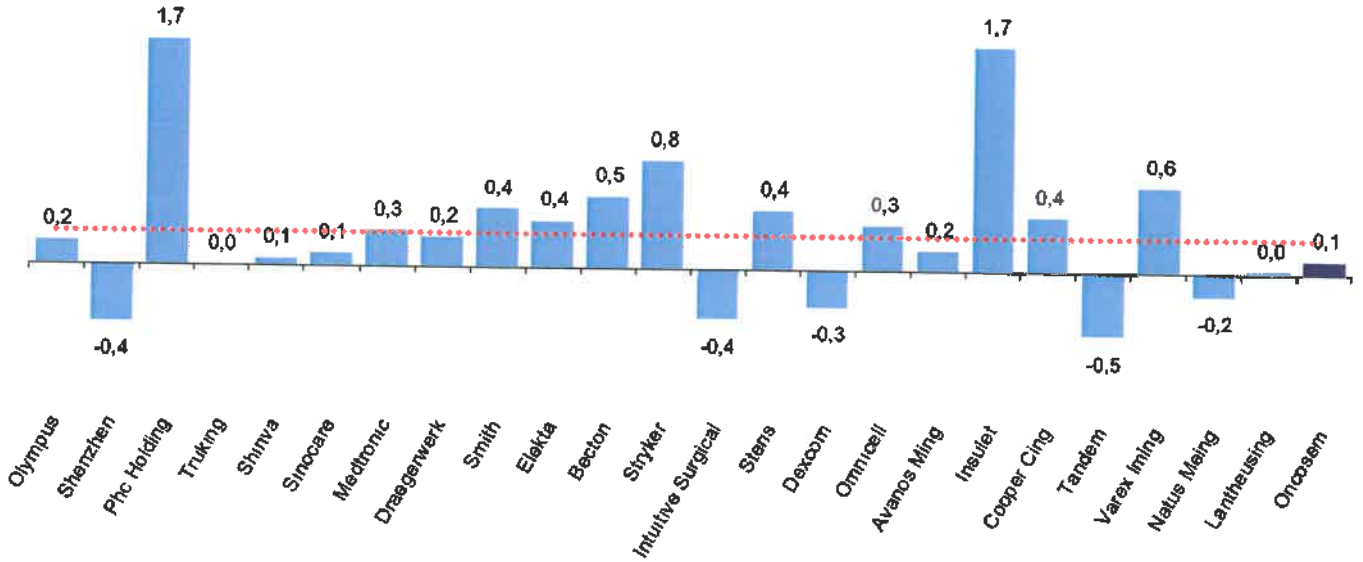
..... Medyan: %17,4

Yurtdışı Benzer Şirketler EBITDA Marjı, Son 4Ç



..... Medyan: 0,3

Yurtdışı Benzer Şirketler Net Borç/Özkaynak



Sektör

2008 ekonomik krizinden sonra sağlık harcamalarının GSYH'den aldığı pay mukayesesi daha durağan bir görünüm sergiledi

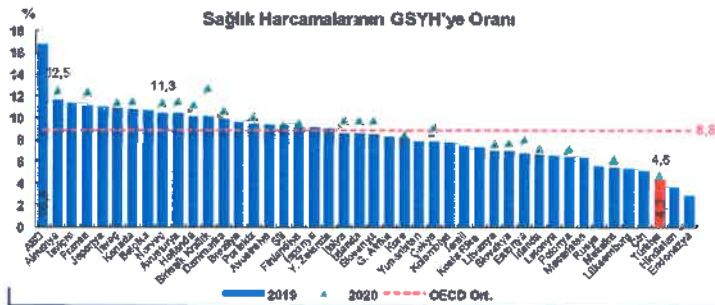
ABD ve Almanya'dan sonra, Fransa, Kanada, Japonya ve Birleşik Krallık da dâhil olmak üzere on yüksek gelirlilikten oluşan bir grup, GSYH'sinin %10'undan fazlasını sağlık hizmetlerine harcadı

2015-2019 yılları arasında OECD ülkeleri genelinde kişi başına sağlık harcaması ortalama %2,7 artış göstermiştir

Sağlık Sektörünün Küresel Görünümü. Canlıların yaşamını sağlıklı bir şekilde sürdürebilmesi ve yaşam kalitesinin artırılmasında sağlık sektörünün önemi oldukça büyüktür. Artan nüfus, ortalama yaşam süresindeki artış, sosyal devlet kavramının gittikçe önem kazanması ve artan yaşam kalitesi ile birlikte sağlık endüstrisi büyümeye devam ediyor. Sağlık hizmetleri harcamaları, ülkelerin sosyal ve ekonomik konjonktürlerine göre değişiklik göstermektedir. 1990 ve 2000'lerin başında, OECD ülkelerinin sağlık harcamalarının GSYH'ye oranında sürekli bir artış görülmüştür. Bununla birlikte, COVID-19 krizinin ekonomik aktiviteyi ciddi şekilde yavaşlatması ve sağlık harcamalarının artma eğilimi göstermesi nedeniyle sağlık harcamalarının GSYH'ye oranında önemli bir değişim gerçekleşebilir. ABD, sağlık hizmetlerinde açık ara en çok harcama yapan ülke konumunda olup GSYH'den aldığı pay %16,8 oranındadır. ABD'yi %12,5 ile Almanya ve %11,3 ile İsviçre takip etmektedir. Meksika, Türkiye, Çin, Endonezya ve Hindistan gibi bazı ülkeler milli gelirlerinin %6'sından daha azını sağlık endüstrisine harcadı. Pandemiden en ciddi şekilde etkilenen ülkeler, sağlığa tahsis edilen GSYH payında benzeri görülmemiş artışlar kaydetti.

Kişi Başına Düşen Sağlık Harcaması. Ülkelerin sağlık harcamalarının mukayese edilebilmesi bakımından en çok kullanılan göstergelerden birisi de kişi başına düşen sağlık harcaması indikatörüdür. OECD ülkelerinin ortalama kişi başı sağlık harcaması 4.000 SGP* USD'nin üzerinde olmakla birlikte kişi başına yaklaşık 11 bin SGP USD ile ABD, 7 bin SGP USD ile İsviçre, 6,7 bin USD ile Norveç en çok harcamayı yapan ilk üç ülke oldu. Türkiye'nin kişi başına düşen sağlık harcamaları, ilgili dönem için 1.267 USD ile OECD ortalamasının oldukça altında gerçekleşmiştir. OECD ülkelerinin ortalamada %76'sı zorunlu sağlık sigortası yaptırırken Türkiye'de bu oranı %78 olarak gerçekleştirmiştir. Küresel pandemi ortamı ve çeşitli salgın hastalıkların gündeme gelmesi ile birlikte kişi başına sağlık harcamalarının 2020-2021 yılları için keskin bir artış yaşaması kuvvetle ihtimal iken nominal tutarın devamındaki yıllarda da bir süre kalıcı olacağını söylemek yanlış olmaz.

Covid 19 salgınına rağmen 2020 'de sektör üretiminde %10,4'lik artış...



Sektör

Mevcut durumda demografik yapı, sağlık turizmi ve iç talepteki artış, sağlık sektörünün büyüyeceği yönündeki beklentileri kuvvetlendirmektedir

Hanehalkı cepten sağlık harcamasının toplam içindeki payı %16,0 oldu

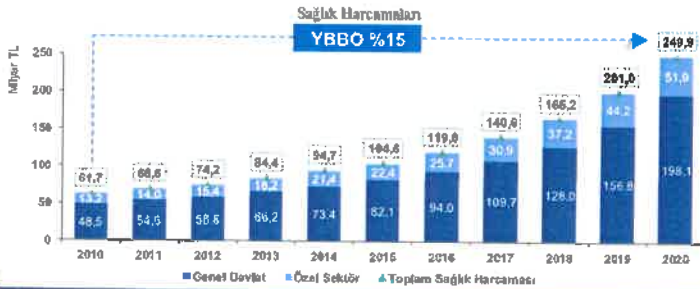
Türkiye'de Sağlık Sektörü. TÜİK verilerine göre Türkiye'de toplam sağlık harcaması 2020 yılında bir önceki yıla göre %24,3 artarak 249 milyar 932 milyon TL'ye yükseldi. Genel devlet sağlık harcaması %26,3 artarak 198 milyar 62 milyon TL'ye ulaştı. Özel sektör sağlık harcaması ise %17,3'lük bir artış oranı ile 51 milyar 869 milyon TL olarak tahmin edildi. Genel devlet sağlık harcamasının toplam sağlık harcamasına oranı 2020 yılında %79,2, özel sektör sağlık harcamasının ise %20,8 olarak gerçekleşti. Cari sağlık harcaması 2020 yılında bir önceki yıla göre %23,8 artarak 233 milyar 62 milyon TL'ye yükseldi. Sağlık harcamaları kapsamındaki yatırımlar %31,9 artarak 16 milyar 870 milyon TL'ye ulaştı. Toplam sağlık harcamasının sağlık hizmeti sunucularına göre dağılımı incelendiğinde, ilk üç sıra 2020 yılında da değişmedi. Sağlık hizmetleri ve ürünleri satın almak için başvuru alan sağlık kurumları içerisinde en büyük payı 2020 yılında %49,4 ile hastaneler oluşturdu. Hastaneleri sırasıyla %25,2 ile perakende satış ve diğer tıbbi malzeme sunanlar ve %10,3 ile ayakta bakım sunanlar izledi.

2025 yılında Türkiye'de 490 milyar TL sağlık harcaması beklenmektedir. Fitch Solutions, 2025 yılı için Türkiye'de sağlık harcamalarının 490 milyar TL'ye, kişi başına sağlık harcamasının 5,6 bin TL'ye, toplam sağlık harcamalarının GSYH'den aldığı payın %5,8'e yükseleceğini, kamunun sağlık harcamalarındaki payının da %78,1'e gerileyeceğini tahmin etmektedir.

	2019	2020	2025T
Toplam Sağlık Harcaması (Milyar TL)	201	250	490
Kişi Başına Düşen Sağlık Harcaması (Bin TL)	2,4	3,0	5,6
Sağlık Harcamalarının GSYH Payı	%4,7	%5,0	%5,8
Kamunun Sağlık Harcamalarındaki Payı	%78,0	%79,2	%78,1
Sağlık Personeli (Milyon)	1,0	1,1	m.d.
Hastane Sayısı (2018-2019 yılları)	1.534	1.538	m.d.

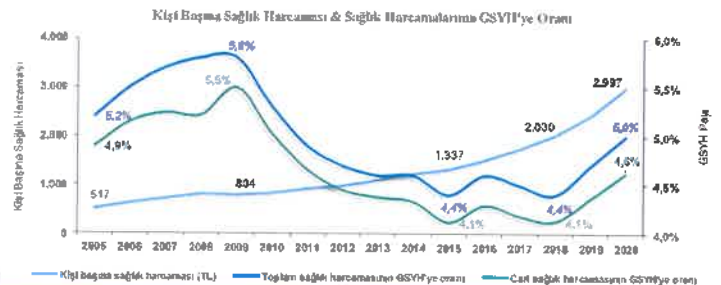
Kaynak: TÜİK, T.C. Sağlık Bakanlığı, Fitch Solutions Turkey Pharmaceuticals and Healthcare Report Q2 2021, Deloitte Tıbbi Cihaz Sektörü, Info Yatırım
T: Tahmini, m.d.: Mevcut Değer

2010-2020 yılları arasında sağlık endüstrisi harcamaları yıllık bileşik büyüme oranı %15 olarak gerçekleşmiştir.



Kaynak: TÜİK Sağlık Harcamaları İstatistikleri, 2020

Kişi başına sağlık harcaması sürekli artış gösterirken sağlık sektörünün mülki gelirden aldığı pay dalgalı bir seyir izlemiştir.



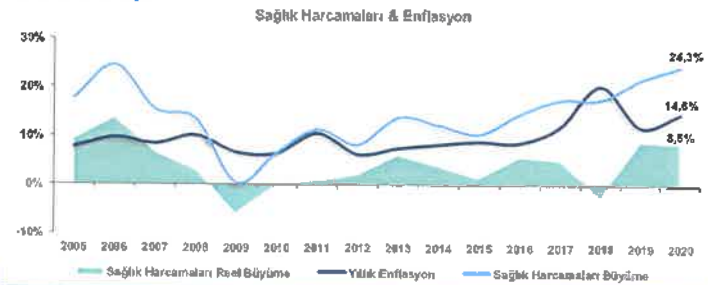
Kaynak: TÜİK, Info Yatırım

2008 Küresel Ekonomik Krizinde daralan sağlık endüstrisi, pandeminin gölgesinde geçen 2020 yılında %8,5 büyümüştür.



Kaynak: TÜİK, Info Yatırım

Sağlık harcamalarındaki yıllık artış, 2008 Küresel Ekonomik Kriz ve 2018 Türkiye Döviz ve Borç Krizinde enflasyonun altında, diğer yıllarda enflasyonun üzerinde bir artış sergilemiştir.



Kaynak: TÜİK, Info Yatırım.
Sağlık Harcamaları Reel Büyüme: Enflasyondan arındırılmış büyüme.

Sektör

Yüksek katma değerli bir sanayi kolu olarak sağlık endüstrisinin önemli bir girdisini oluşturan tıbbi cihaz sektörü, yarattığı ekonomik değerle ülkelerin gündeminde stratejik olarak yer almaktadır

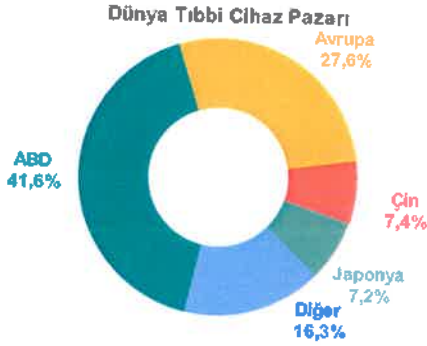
Küresel tıbbi cihaz sektörü 2021 yılında 455,3 milyar USD'lik büyüklüğe ulaşmıştır

Türkiye'nin tıbbi teknoloji sektöründe yaklaşık 50 binden fazla kişiyi doğrudan istihdam ettiği tahmin edilmektedir

Tıbbi Cihaz Pazarının Küresel Görünümü. Tıbbi cihaz, üreticisi tarafından özellikle teşhis veya terapötik amaçlı kullanılmak üzere tasarlanan ve doğru uygulanması için gerekli olan yazılım da dahil olmak üzere, tek başına veya kombinasyon halinde kullanılan herhangi bir cihaz, alet, yazılım, materyal veya başka bir üründür. Tıbbi Cihaz Sektörü şırıngadan, tomografi cihazına, biyoenformatik ya da mühendislik ürünü hücrelerden oluşan cihazlara kadar çok çeşitli ürün gruplarını ve teknolojileri içeren bir sektördür ve kapsamı ülkeden ülkeye değişiklik gösterebilmektedir. Fortune Business verilerine göre küresel tıbbi cihaz sektörü 2020 yılında 432,2 milyar USD, 2021 yılında 455,3 milyar USD'lik büyüklüğe ulaşmıştır.

Pazarın En Büyük Ortağı ABD. MedTech Europe verilerine göre 2020 yılında tıbbi cihaz pazarının %41,6'sını ABD, %27,6'nı Avrupa, %7,4'ünü Çin, %7,2'sini Japonya oluşturmaktadır. ABD'den sonra en yüksek payı alan Avrupa pazarının sektör lideri, tek başına %7,1 pay alan Almanya olmuştur.

Sektör İstihdamı. Medtech Europe verilerine göre Türkiye'nin tıbbi teknoloji sektöründe yaklaşık 50 binden fazla kişiyi doğrudan istihdam ettiği tahmin edilmektedir. Benzer piyasa dinamiğine sahip Avrupa ülkeleri ile yakınsayan istihdam, kişi başına düşen çalışan sayısı olarak hesaplandığında gelişmekte olan pazar olarak değerlendirilmektedir. Almanya'da tıbbi teknoloji sektöründe istihdam sayısı 210 bin kişi, İngiltere'de 103 bin kişi, Fransa'da 89 bin kişi olduğu tahmin edilmektedir.



Avrupa tıbbi cihaz pazarı, Covid 19 etkilerinin en şiddetli hissedildiği yıl olan 2020'de %9 büyümeye göstermiştir.

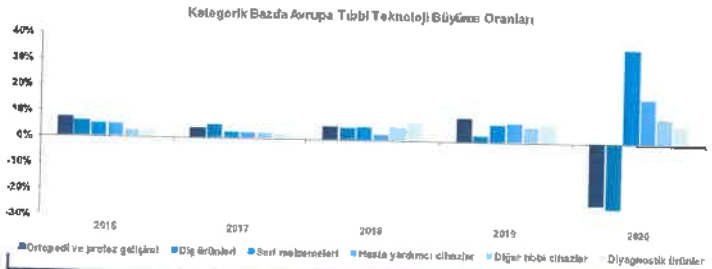


Kaynak: Fitch Solutions, 2021, Worldwide Medical Devices Market Factbook 2020

	Pazar büyüklüğü YBBO*, 2015-20	Pazar büyüklüğü, milyon \$	Kişi başına düşen Pazar büyüklüğü, \$	Pazar Payı	Pazar büyüklüğü tahmini YBBO* 2024-25	İhracatın dünya talebinden karşılama oranı	İhracatın sektör talebinden karşılama oranı	İhracatın ülke talebinden karşılama oranı
Polonya	0,00%	3,057	60,77	0,7%	10,6%	0,0%	116%	85,0%
Austurya	6,40%	2,767	309,5	0,7%	8,5%	0,6%	95%	91,0%
İsviçre	4,30%	2,700	287,36	0,6%	6,6%	0,4%	84%	77,0%
Tayvan	7,10%	2,664	111,85	0,6%	7,2%	0,3%	90%	79,0%
Türkiye	1,10%	2,456	28,12	0,6%	4,8%	0,2%	46%	85,0%
Danimarka	11,10%	2,272	392,3	0,5%	5,8%	0,5%	121%	79,0%
Macaristan	22,40%	2,156	223,14	0,5%	6,6%	0,4%	88%	87,0%
Suudi Arabistan	4,40%	2,006	67,63	0,5%	4,3%	0,0%	0%	82,0%
İsrail	9,30%	1,723	199,06	0,4%	6,8%	0,6%	190%	82,0%
Norveç	5,50%	1,663	304,64	0,4%	6,4%	0,1%	28%	85,0%

Kaynak: Deloitte Sağlık dinamikleri: Türkiye tıbbi teknoloji ve cihaz sektörü
*YBBO hesaplaması USD cinsinden yapılmıştır.

Covid 19 salgını nedeniyle AB ülkelerinde elektif (isteğe bağlı) ameliyatlarda ertelenmesi, ortopedi dış hekimliği alanında hasta bakımının ertelenmesine neden oldu.



Kaynak: Fitch Solutions, 2021, Worldwide Medical Devices Market Factbook 2020

Sektör

Türkiye'de tıbbi cihaz pazarı son beş yılda yaklaşık 3 kat büyüme kat etmiştir

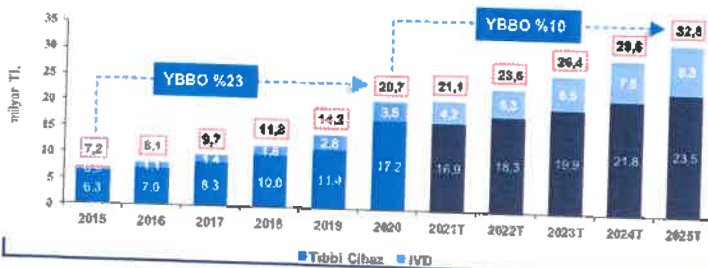
**ABD, Avrupa ve Uzak Doğu
ülkeleri tüm dünyada olduğu gibi
Türkiye'de de ithalatın
neredeyse tamamını tedarik
etmektedir**

Türkiye’de Tıbbi Cihaz Pazarı. 2020 yılında tıbbi cihaz pazarı 17,2 milyar TL büyüklüğe ulaşmıştır. Cari büyümenin büyük bölümü TL üzerindeki enflasyondan kaynaklanmıştır. Özellikle pandemi sürecinin başında sağlık kuruluşlarında önceliklendirilmeyen işlemlerin ertelenmesi, tüm kategorilerde talep baskılanması oluşturarak satışları olumsuz etkilemiştir. Covid-19 sürecinde ertelenen sağlık taleplerine rağmen sektör USD bazında %22 büyümüştür. 2015-2020 yıllarında pazarın YBBO TL bazlı %22,2, USD bazlı %0,9 oranındadır.

Dış Ticaret Verileri, Türkiye tıbbi cihaz ihracatı 2020 yılında yıllık %35 büyümeye ile 933 milyon USD olarak gerçekleşmiştir. İhracatın kırılımı incelendiğinde en yüksek payı %43 ile diğer tıbbi cihazlar, %31 ile sarf malzemeleri almıştır. Sektör ihracatı yoğunlukla Avrupa, Çin ve komşu ülkelere yapılmaktadır. Türkiye tıbbi cihaz ithalatı 2020 yılında, yıllık %22 büyümeye ile 2.080 milyon USD olarak gerçekleşmiştir.

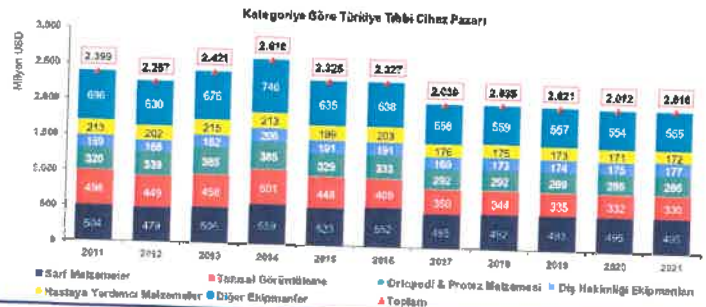
Pazar, son 5 yılda reel olarak %48,8 büyümüş olup kurda yaşanan artış sebebiyle USD bazında ise ancak %5,5'lik büyüme gösterebilmiştir.

Türkiye'de Tıbbi Cihaz Pazarı Büyüklüğü



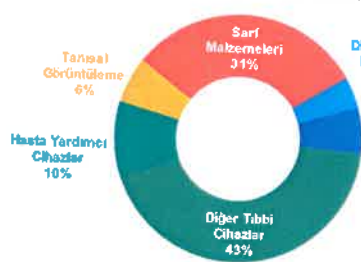
Kaynak: Fitch Solutions; ivdIQ;
IVD: In Vitro tıbbi tanı cihazları

Kurda yaşanan artışlar, yurt içi pazarda USD bazlı geliri baskılamıştır.

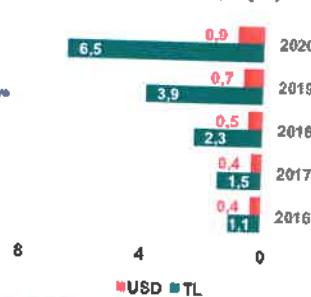


Kaynak: T.C. Kalkınma Bakanlığı, On Birinci Kalkınma Planı - Sağlık Endüstrilerinde Dönüşüm

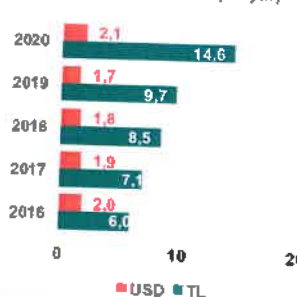
2020 Tıbbi Cihaz İhracatı Karlılığı



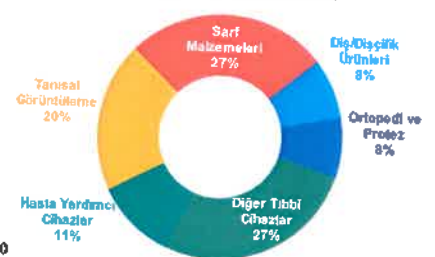
Tibbi Cihaz İhracatı (milyar)



Tıbbi Cihaz İthalatı (milyar)



2020 Tıbbi Cihaz İthalatı Kurumu



Kaynak: Fitch Solutions

Sektör

Elektronik Kamu Alımları Platformu (EKAP) verilerine göre; 2019 yılında yapılmış olan kemoterapi ile ilgili ihalelerin yaklaşık %32'sini, 2020'de %18'ini, 2021'de ise %48'ini Grup kazanmıştır.

Dünya'da her 5 kişiden biri yaşamı boyunca kansere yakalanmaktadır.

2018 yılına kıyasla Türkiye nüfusu %2,96 artış gösterirken yeni vaka sayısı %11,07 oranında yükselmiştir. DSÖ tarafından 2040 yılında ise Türkiye nüfusunda 2020'ye kıyasla %11,6 artış olacağı, yeni kanser vaka sayısında ise %68 artış olacağı tahmin edilmiştir.

Dünyada ve Türkiye'de Kanser. Dünya Sağlık Örgütü'nün (DSÖ) bir alt kuruluşu olan Uluslararası Kanser Araştırma Ajansı (IARC), 2020'de küresel kanser yükünün ilişkin yayınladığı tahminlerine göre küresel kanser yükünün 2020 yılında 19,3 milyon yeni vakaya ve 10 milyon yaşam kaybına yükseldiği bildirilmiştir. 2040 yılında ise Dünya genelinde yaklaşık 30,2 milyon, Türkiye genelinde 393 bin yeni kanser vakası olacağı öngörülmektedir. Bu sayı 2020 yılındaki yaklaşık 19,3 milyon vaka sayısında %56'lık bir artışa karşılık gelmektedir. 2020 yılında dünyada en yüksek yeni vaka sayısı 4,6 milyon yeni vaka ile Çin'de gerçekleşirken Türkiye'de yeni vaka sayısı 233.834 kişi olarak gerçekleşmiş olup 15. Sırada yer almıştır. Türkiye nüfusu 84 milyon iken yıllık yeni kanser vaka sayısı 233.834, kansere bağlı yaşam kaybı sayısı 126.335 olarak bildirilmiştir. 2018 yılında Türkiye nüfusu 82 milyon iken, yeni vaka sayısı 210.537 ve kansere bağlı yaşam kaybı sayısı 116.710 olarak bildirilmiştir.

Sektördeki Konum. T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı'nın tıpta, cerrahide, dişçilikte veya veterinerlikte kullanılan başka yerde sınıflandırılmamış diğer araç ve gereçlerin imalatına yönelik faaliyet gösteren işletmeleri içeren, Oncosem adına düzenlenmiş olduğu, 26.01.2022 tarihli rapor uyarınca Şirket, net satışlarına göre Türkiye genelinde sektöründe yer alan 350 işletme içerisinde 8.; çalışan sayısı açısından Türkiye genelinde sektöründe yer alan 311 işletme içerisinde 8., işletme aktif büyüklüğü açısından Türkiye genelinde sektöründe yer alan 373 işletme içerisinde 13. sırada bulunmaktadır. Aynı Başkanlığın SanteK Sağlık adına düzenlenmiş olduğu tıbbi ürünlerin, araç ve malzemelerin bir ücret veya sözleşmeye dayalı olarak toptan satışını yapan araçları içeren, 26.01.2022 tarihli rapor uyarınca, SanteK Sağlık, net satışlarına göre; Türkiye genelinde sektöründe yer alan 1480 işletme içerisinde 31., çalışan sayısı açısından 1136 işletme içerisinde 3., işletme aktif büyüklüğüne göre 1648 işletme içerisinde 33. sırada bulunmaktadır.

Tahmini Nüfus & Yeni Kanser Vaka Sayısı

Kıtalar	Nüfus		Yeni Kanser Vakası		Nüfus Değ.	Yeni Vaka Sayısı Değ.
	2020	2040	2020	2040		
Afrika	1.340.598.085	2.076.749.596	1.109.209	2.097.365	54,9%	89,1%
Asya	4.639.847.461	5.187.624.848	9.503.710	15.130.778	11,8%	59,2%
Türkiye	84.339.067	94.131.585	233.834	392.787	11,6%	68,0%
Avrupa	748.843.406	729.134.396	4.398.443	5.323.141	-2,6%	21,0%
Latin Amerika ve Karayipler	653.962.332	742.347.832	1.470.274	2.435.315	13,5%	65,6%
Kuzey Amerika	368.869.644	410.177.116	2.556.862	3.525.597	11,2%	37,9%
Okyanusya	42.677.809	52.813.578	254.291	375.744	23,7%	47,8%
Toplam	7.794.798.737	9.198.847.366	19.292.789	28.687.940	18,0%	49,7%

Kaynak: Dünya Sağlık Örgütü, Uluslararası Kanser Araştırmaları Ajansı

Türkiye genelinde 2020 yılında yeni kanser vakasının toplam nüfusa oranı %0,28 oranında iken 2040'ta %0,42 olacağı tahmin edilmektedir. Dünya genelinde ise 2020'de bu oran %0,25 iken 2040'ta %0,31 olacağı



Kaynak: Dünya Sağlık Örgütü, Uluslararası Kanser Araştırmaları Ajansı

24.10.2022

Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

INFO
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Kuruluş Yılı: 1997, T.C. Ticaret Sicil No: 14
M. B. No: 27090000000000000000
Sicil No: 27090000000000000000
Ticaret Sicil No: 27090000000000000000
Ticaret Sicil No: 27090000000000000000

Murat TANRIÖVER
Yönetim Kurulu Üyesi

Hüseyin GÜLER
Genel Müdür Yardımcısı