

# Selçuk Ecza Deposu

**Nötr**Cari Fiyat: 42,00TL  
12-ay Fiyat Hedefi: 39,50TL

Analist Kayahan Demirak

[kayahanazmi.demirak@akyatirim.com.tr](mailto:kayahanazmi.demirak@akyatirim.com.tr)

## 4Ç22 Bilanço Değerlendirmesi

4Ç22 beklenti – gerçekleşme				Hisse Performansı		Marjlar	
milyon TL	Gerçek	Anket	Ak Yat.				
Net Satışlar	14,504	14,425	14,425	1A			
FAVÖK	962	975	889	3A			
FAVÖK marjı	6.6%	6.8%	6.2%	SBB			
Net Kar	720	790	666				

### Piyasa beklentisinin hafif altında

Selçuk Ecza 4Ç22’de bizim beklentimiz olan 66mn TL’nin üzerinde ancak piyasa beklentisi 790mn TL’nin altında 720mn TL net kar elde etti. Net kar tarafındaki sapma beklentimizin üzerinde gerçekleşen FAVÖK marjından kaynaklandı. Şirketin 14 Aralıkta yapılan ara dönem ilaç zammı kaynaklı stok karı güçlü kar artışını destekleyen temel faktör. 4Ç22 satışlar, beklentilere paralel yıllık bazda %81 artarak 14.504mn TL’ye yükseldi. (Ak Yatırım: 14.425mn TL & Piyasa: 14.425mn TL). İlaç fiyatlarında ortalama %81 artış ciro büyümesini olumlu etkiledi. İlaç pazarında (kutu bazlı) satışlar büyük ölçüde yatay kaldı. 4Ç22 FAVÖK yıllık %350 artışla 962mn TL oldu ve beklentimizin hafif üzerinde gerçekleşti (Ak Yatırım: 889mn TL & Piyasa: 661mn TL). Şirketin 4Ç22’de son yapılan ilaç zammı kaynaklı stok karının yaklaşık 1/3’ünü gerçekleştirdiğini düşünüyoruz. Şirketin net nakit pozisyonu 3Ç22’deki 378mn TL’den 617mn TL’ye yükseldi. Net İşletme sermayesinin satışlara oranı, 3Ç21’deki %11,6 ve 4Ç21’deki %8,2’ye kıyasla %11,3 olarak gerçekleşti.

**Yorum ve öneri:** Sonuçlara hafif olumsuz piyasa tepkisi bekliyoruz. Modelimizi 1Y22 gerçekleştirmeleri ve yeni makro varsayımlarımızla ve ara dönem fiyat artışlarıyla güncelledik. Şirket için hedef fiyatımızı 39,5 TL’ye revize ediyoruz ve Nötr tavsiyemizi koruyoruz. Hisse, 2023E 7,6x FD/FAVÖK ve 10,4x F/K ile işlem görüyor Bu rakamlar tarihsel 2 yıllık ortalamalarına göre %23 ve %19 prime işaret ediyor.

**Yıl içerisinde ara ilaç zamları stok kazançları etkisiyle 2022 performansını destekledi, ancak 2023’de normalleşme öngörüyoruz:** Türkiye’de ilaç fiyatlarını belirlemek için kullanılan referans EUR/TRY oranı, 8 Temmuz’da %25,0 ve 14 Aralık’ta %36,7 arttırıldı. Sonuç olarak referans EUR/TRY kuru 6,29’dan 10,75’e yükseldi. Yapılan son zam, stok kazançlarının çoğunu öne çekerek 2022 karı üzerinde önemli ölçüde destekleyici oldu. Son fiyat kararname, Aralık ayında açıklanan fiyatların 2023 yılı boyunca geçerli olacağını öngörüyor. Bu nedenle Aralık ayı zammı, 2023 Şubat ayı ortasında yapılması gereken fiyat artışının öne alınması olarak değerlendirilebilir. Dolayısıyla, Selçuk Ecza’nın FAVÖK ve net kar rakamlarının i) yüksek baz etkisi, ii) azalan ağırlıklı ortalama brüt kar marjı (stok kazançları hariç) ve iii) özellikle asgari ücret gibi artan maliyet baskıları, nedeniyle 2023’te 5% ve 3% oranında artmasını bekliyoruz.

## Özet Tablo

Bloomberg Kodu	SELEC TI			
Tavsiye	Nötr			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY39.5			
Son kapanış, TL/hisse	TRY42.00			
Yukarı potansiyel	-%6			
Halka açıklık oranı	%15			
<b>Finansal veriler</b>	<b>2021</b>	<b>2022T</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>
<b>Özet UFRS Finansallar, TLmn</b>				
Ciro	26,215	44,712	84,278	116,264
FAVÖK	1,158	3,038	3,203	4,069
Net kar	923	2,380	2,460	3,049
Net borç	-1,313	-617	-1,113	-704
Net borç/FAVÖK	-1.13	-0.20	-0.35	-0.17
FAVÖK marjı	%4.4	%6.8	%3.8	%3.5
Net marj	%3.5	%5.3	%2.9	%2.6
Ciro, y/y	%25	%71	%88	%38
FAVÖK, y/y	%61	%162	%5	%27
Net kar, y/y	%57	%158	%3	%24
F/K	6.8	11.0	10.6	8.6
FD/FAVÖK	4.3	8.4	7.8	6.2
FD/Ciro	0.2	0.6	0.3	0.2
Temettü Verimi	1.6%	3.8%	1.4%	2.4%
<b>Hisse verisi</b>	<b>1a</b>	<b>3a</b>	<b>12a</b>	<b>ytd</b>
Nominal değişim	%5	%49	%330	%4
BIST 100 rölatif	%11	%43	%57	%13
AOİH, TRYmn	115	115	89	114

Source: Ak Yatırım

Özet Finansallar, milyon TL	4Ç22	4Ç21	y/y	3Ç22	ç/ç	2022	2021	y/y
Net Satışlar	14,504	8,014	81%	11,564	25%	44,712	26,215	71%
Brüt Kar	1,593	530	200%	1,477	8%	5,007	2,171	131%
Brüt Marj	11.0%	6.6%	437 bps	12.8%	-179 bps	11.2%	8.3%	292 bps
FAVÖK	962	214	350%	963	0%	3,038	1,158	162%
FAVÖK Marjı	6.6%	2.7%	397 bps	8.3%	-169 bps	6.8%	4.4%	238 bps
Net Kar	720	203	255%	742	-3%	2,381	923	158%

Temel Finansal Göstergeler	2Ç22	2Ç21	y/y	1Ç22	ç/ç	1H22	1H21	y/y
<b>Temel K/Z Kalemleri</b>								
Net Satışlar (mn.)	10,076	5,819	73%	8,568	18%	18,644	11,609	61%
Brüt Kar (mn.)	890	619	44%	1,048	-15%	1,938	1,179	64%
FAVÖK (mn.)	457	388	18%	655	-30%	1,113	724	54%
Net Finansal Gelir/Gider (mn.)	20	17	18%	56	-64%	76	62	22%
Net Kar (mn.)	371	264	40%	549	-32%	919	548	68%
<b>Temel Bilanço Kalemleri</b>								
Net Nakit (mn.)	257	411	-37.48%	798	-67.82%	257	411	-37%
İşletme Sermayesi (mn.)	3,820	2,761	38.37%	3,249	17.59%	3,820	2,761	38%
Net Döviz Pozisyonu (Hedge dahil) (mn.)	-	-	-	-	-	-	-	-
Faaliyetlerden Nakit Akışı (mn.)	-229	-268	-14.32%	-537	-57.27%	-767	-695	10%
Yatırım Harcamaları (mn.)	-27	-30	-9.66%	-28	-5.53%	-55	-52	6%
Serbest Nakit Akışı (mn.)	-256	-298	-13.85%	-566	-54.67%	-822	-747	10%
<b>Temel Finansal Oranlar</b>								
Brüt Marj	8.8%	10.6%	-1.8ppt	12.23%	-3.40ppt	10.39%	10.15%	0.2ppt
FAVÖK Marjı	4.5%	6.7%	-2.1ppt	7.65%	-3.11ppt	5.97%	6.24%	-0.3ppt
Net Marj	3.7%	4.5%	-0.9ppt	6.40%	-2.73ppt	4.93%	4.72%	0.2ppt
Aktif Karlılığı - TTM	10.1%	7.9%	2.2ppt	10.10%	0.01ppt	10.11%	7.86%	2.2ppt
Özkaynak Karlılığı - TTM	28.9%	20.6%	8.3ppt	27.91%	1.00ppt	28.91%	20.58%	8.3ppt
Net İşletme Sermayesi/Satışlar - TTM	11.5%	12.3%	-0.8ppt	11.21%	0.28ppt	11.49%	12.32%	-0.8ppt
Net Borç/FAVÖK - TTM	-0.2	-0.4	0.3ppt	-0.54	0.37pt	-0.17	-0.42	0.3ppt
Net Borç/Serbest Nakit Akışı - TTM	6.0	-1.3	7.4ppt	9.53	-3.49pt	6.04	-1.34	7.4ppt
<b>Temel Değerleme Oranları</b>								
Piyasa Değeri - TTM (mn.)	6,790	6,516	4.2%	6,208	9.37%	6,790	6,516	4%
Firma Değeri (mn.)	6,534	6,105	7.0%	5,411	20.76%	6,534	6,105	7%
F/K - TTM	5.2	8.7	-39.5%	5.2	0.37%	5.2	8.7	-40%
PD/DD - TTM	1.5	1.8	-15.1%	1.5	3.96%	1.5	1.8	-15%
FD/FAVÖK - TTM	4.2	6.3	-32.5%	3.7	15.37%	4.2	6.3	-33%
FD/Net Satışlar - TTM	0.2	0.3	-27.9%	0.2	5.30%	0.2	0.3	-28%

# AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Rapor da yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların İnternet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2020