

Obezite ilaçları ilaç sektörünün büyüme dinamosu oldu...

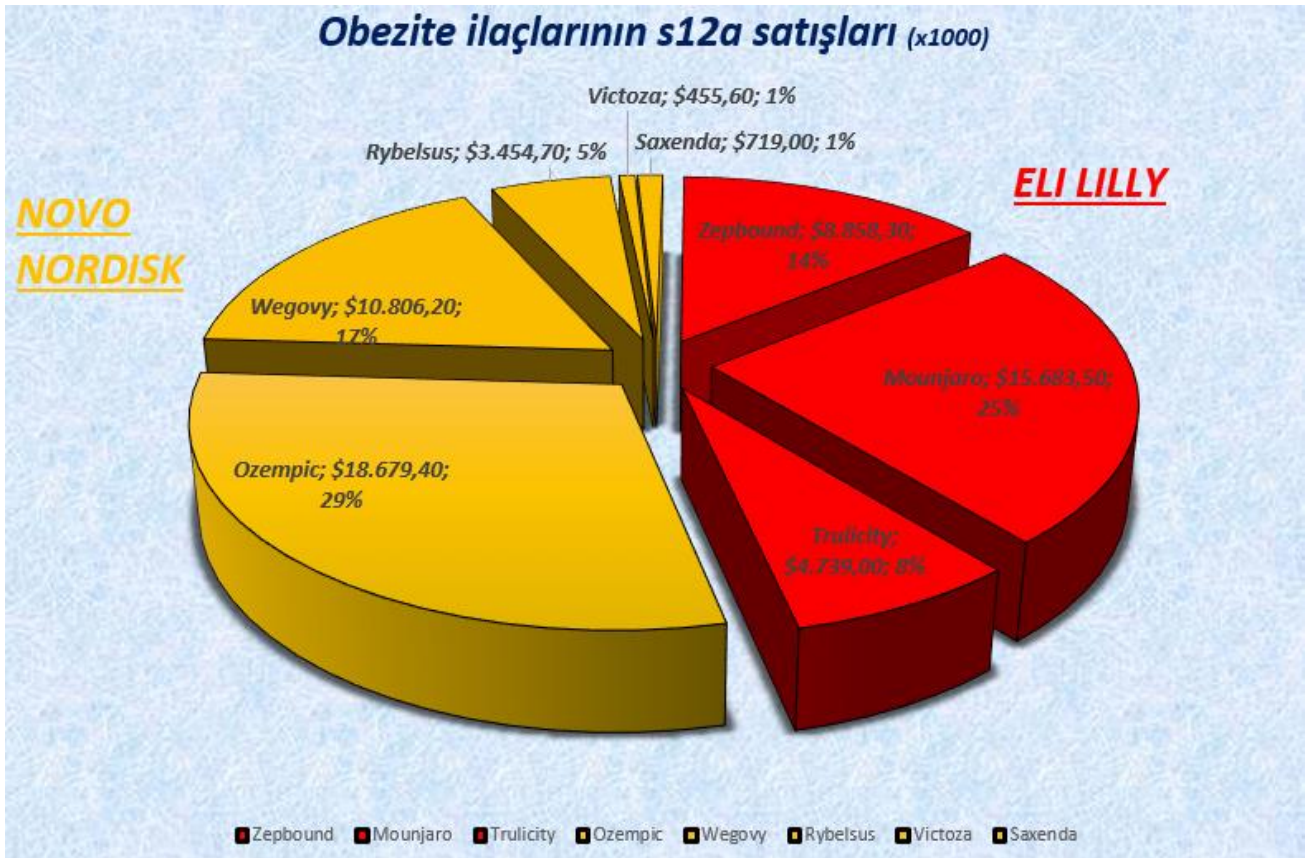
Kötü beslenme alışkanlıkları ve hareketsizleşen yaşam tarzının etkisi ile WHO rakamlarına göre global bazda obezite 1975 - 2016 seneleri arasında dört kat artarken, aşırı kilo nedeniyle tansiyon, kolesterol, kalp rahatsızlıkları, şeker hastalığı gibi bir çok ciddi rahatsızlığın da artış göstermesi, obezite tedavisini toplum sağlığı açısından çok kritik bir noktaya konumlandırıyor. Dolayısıyla çok uzun senelerdir obezite tedavisine yönelik bir çok farklı bileşik ve ilaç geliştirilerek piyasaya sürülse de, istenilen sonuçlar güvenli bir şekilde bir türlü alınamamıştı. Ancak son dönemde **geliştirilen yeni nesil GLP-1 bazlı obezite ilaçları, etkinlik ve güvenlik anlamında bu alanda çığır açmış** durumdadır.

İlk olarak 1984 senesinde keşfedilen GLP-1(Glucagon-like peptide-1), yemekten sonra pankreasın daha fazla insülin hormonu salgılamasını sağlayarak kan şekerinin dengelenmesine yardımcı olan ve yiyeceklerin midede daha uzun zaman geçirmesinde etkili olarak iştahın kesilmesine yardımcı olan bir hormon.

İlk etapta diyabet tedavisi için geliştirilen, ancak güvenli bir şekilde kilo kaybına yol açtığına görülmesi ile obezite tedavisi amacıyla kullanımı da onaylanan GLP-1 bazlı zayıflama ilaçları, son dönemde sağlık sektöründe en heyecan verici büyüme hikayesi haline geldiler.

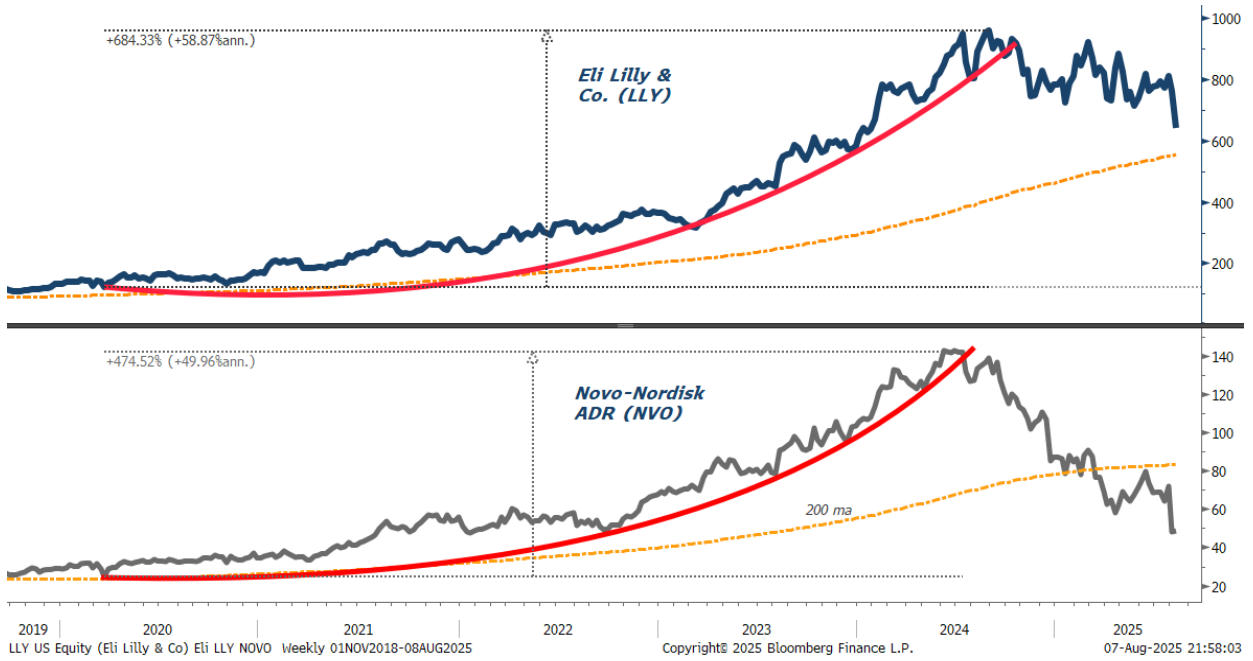
Eli Lilly ve Novo Nordisk dev pazarı paylaşıyorlar...

2005 senesinde FDA'den ilk onay alan GLP-1 bazlı ilaç, Eli Lilly ve Amylin'in Tip-2 diyabet tedavisi için geliştirdikleri Byetta idi. Ancak obezite tedavisinde kullanım için FDA onaylı ilk ilaç, 2014 senesinde Novo Nordisk'in Saxenda'sı oldu. Daha sonra 2017 senesinde Ozempic diyabet tedavisi için onaylanırken, Novo Nordisk ilacın iştah kapatıcı etkilerini göz önüne alarak, etken madde semaglutide'in daha yüksek dozlu bir versiyonunu Wegovy markası ile piyasaya sürdü. Haftalık bir doz enjeksiyon yoluyla kullanılan ilaç, 2021 senesinde obezite tedavisi için FDA'den onay aldı. 2022 senesinde Mounjaro onayı ile Eli Lilly Ozempic'e rakip yaratsa da, **Novo Nordisk 2023'e kadar obezite tedavisi alanında yarışı önde götürdü. Ancak klinik çalışmalarda kilo kaybı konusunda Wegovy'den daha etkili olduğu gösterilen Zepbound'un (tirzepatide) 2023'te obezite tedavisi için onaylanması yarışta tekrar dengeleri değiştirdi.**



Bu ilaçlara olan talebin patlaması ve obezite tedavisi onaylarının alınmasının ardından, bu şirketlerin hisselerine olan ilgi arttı ve bu yarışta kazanan şirketin tarihte en çok satan ilaçlardan bir tanesini üreteceği beklentisi hisse

senetlerinde parabolik yükselişlere neden oldu. 2024 senesinde **Novo Nordisk piyasa büyüklüğü anlamında Avrupa'nın en büyük şirketi haline gelirken, Eli Lilly de global bazda sağlık sektörünün en büyüğü oldu.**



Teknolojideki yapay zeka rüzgarı, sağlıkta zayıflama ilaçları ile esiyor...

Teknoloji sektöründe yapay zekanın yarattığı büyüme beklentisi ve heyecanın bir benzeri sağlık sektöründe zayıflama ilaçları ile yaşanırken, ABD halkının hızlı şekilde kilo kaybedeceği ihtimali fast food zincirlerinden paketlenmiş gıda üreticilerine kadar bir çok dev şirketin hisse senedinde ciddi satışlara neden oldu, hatta yolcuların kilo kaybının havayollarının yakıt masrafını nasıl etkileyeceği dahi hesaplanmaya başlandı. Her ne kadar ilk etaptaki heyecan azalmış olsa da, dev farma şirketlerinin bu markete yönelik araştırma/geliştirme faaliyetlerini hızlandırdıklarını ve sektör içerisinde M&A aktivitesinin arttığını görüyoruz.

Roche, Merck, Pfizer gibi büyüme sıkıntısı çeken dev ilaç şirketleri, hızla genişleyen ve dev bir adreslenebilir markete sahip olan zayıflama ilaçları alanına girmeye çalışırken, her çabanın da sonuç vermediğini gördük (Pfizer büyük ümitlerle geliştirdiği danuglipron çalışmalarını olumsuz yan etkiler sonrasında sonlandırdı). **Viking Therapeutics (VK2735-faz2), Zealand Pharma (survodutid-faz3), Structure Therapeutics (GSBR-1290-faz2), Altimune (pemvidutide-faz2) gibi ufak çaplı biotech şirketleri ise başarılı giden bir araştırma sürecindeler ve önümüzdeki dönemde bu şirketlerden bazıları nakit zengini dev farmanın (Pfizer gibi) hedefi olabilirler.**

Yeni nesil zayıflama ilaçlarından bir tanesi tarihi rekor satışlara ulaşabilir...

Son zamanlarda zayıflamanın yanı sıra, **bu ilaçların kalp hastalıklarına da engel olduğu, böbrek ve karaciğer hastalıklarını engelleme konusunda faydalı olabileceğine yönelik çalışmaların** yapılması, bu terapilere yönelik beklentileri daha da arttırmış durumda. Novo Nordisk ilacının erken süreçteki Alzheimer hastalığında kullanılabileceğine yönelik çalışmalar yürütürken, Eli Lilly de kendi ilacı Zepbound'un uyku apnesi tedavisinde kullanılmasına yönelik FDA onayı aldı.

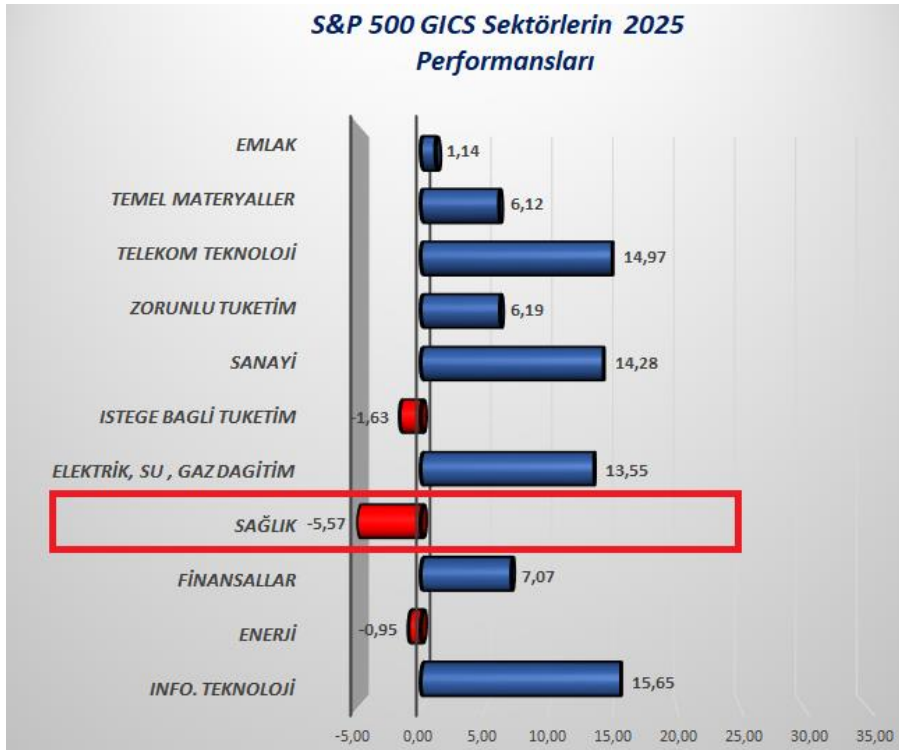
GLP-1 ilaçlarının bu tarz toplumda yaygın olan hastalıklar için onaylanması ve kullanılması, kamu sigortası kapsamına da alınmalarını kolaylaştıracaktır. Giderek artan faydaları göz önüne alındığında toplum baskısı ile beraber bu ilaçların **ABD'de kamu sigortaları kapsamına alınabilme ihtimali, nüfusun yaklaşık %40'ının obeziteden müzdarip olduğu ve %70'inden fazlasının aşırı kilolu olan bir ülkede, toplam potansiyel marketin çok ciddi seviyelerde olabileceğini düşündürüyor.**

Obezite ilaçları konusundaki tahminler ciddi şekilde ayrışsa da, beklentilerin 2030 senesinde bu piyasanın \$100-\$150 milyar arasında bir büyüklüğe erişeceği yönünde olduğunu söyleyebiliriz. Son çeyrek satış rakamlarında Novo Nordisk; Ozempic (diyabet) ile \$4,8 milyar(%16 senelik büyüme), Wegovy (obezite) ile \$2,9 milyar (%76 senelik büyüme) satışa ulaşırken, Eli Lilly Mounjaro (diyabet) ile \$5,2 milyar (%68 büyüme), Zepbound (obezite) ile \$3,3 milyar (%172 büyüme) satış rakamına ulaştı.

Büyük potansiyellerine rağmen iki şirket sıkıntılı süreçlerden geçiyorlar...

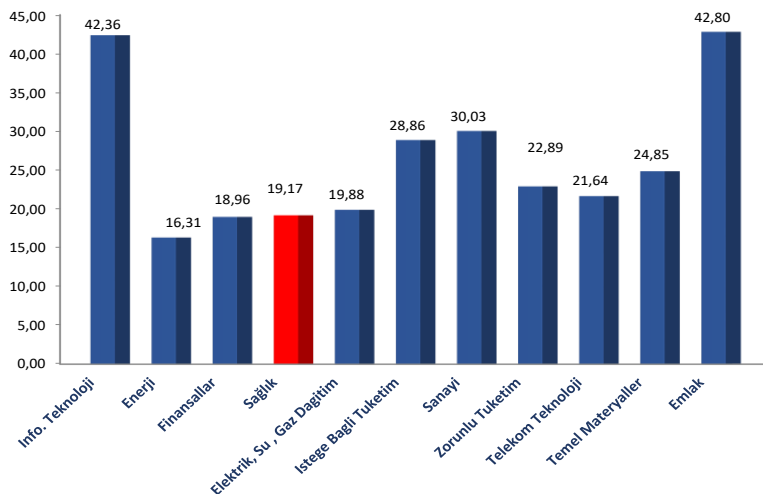
Sektördeki bu olumlu dinamiklere rağmen, 2025 senesinin her iki şirketin hisse senedi için de iyi başlamadı. Eli Lilly sene başından bu yana %19, Novo Nordisk ADR %41 düşerken, iki hisse de 2024 senesinde gördükleri zirve seviyelerin çok uzağındalar.

Her iki şirket için ve farma sektörü için de ortak bir diğer sorun, Trump'ın ilaç fiyatlarını aşağıya çekme çabası. Trump'ın ilk başkanlığında da önemli bir gündem maddesi olanı, ABD'de sağlık sektörünün hane halkı bütçesinde giderek daha önemli ve büyük yer tutması ve ilaç fiyatlarındaki artış konusu bu sene de sıklıkla gündeme geliyor. Trump 17 büyük ilaç şirketine gönderdiği mektuplarda ilaç fiyatlarının tüketiciler için daha makul seviyelere çekilmesi ve özellikle de Avrupa'da daha ucuz satılan fiyatlara göre ayarlanması gibi noktalara dikkat çekerken, ABD dışında üretim yapan şirketlere de %250'ye varan gümrük vergisi tehditlerini devam ettiriyor. Trump'ın ilaç sektörüne yönelik şüpheli ve negatif tavrı ile bilinen ve herhangi bir tıp derecesi olmayan R.F.Kennedy'i sağlık bakanlığına getirmesi de, R&D harcamalarına yüksek miktarlar ayırdıkları için yüksek fiyatlı ilaçlar üreten ve bunların yaygınlaşması ve sigorta kapsamına girmesi için hükümetten onay bekleyen şirketlerin hisselerinde baskı yarattı.



Nitekim bu sene S&P 500 sektör performanslarına baktığımızda, sağlık sektörünün oldukça geride kaldığını, en zayıf performans gösteren sektör olduğunu görüyoruz. Sektörün F/K oranları dikkate alındığında endekse göre yaklaşık %20 iskontolu işlem görmesine ve endeksin üzerinde bir temettü verime sahip olmasına rağmen bu kötü performansın arkasında yukarıda bahsettiğimiz Trump etkisi önemli bir faktör.

Sektörlerin F/K Carpanları



Novo Nordisk'de sıkıntılar daha fazla hissediliyor...

Şirket spesifik sorunlara baktığımızda özellikle Novo Nordisk tarafında sıkıntıların daha fazla olduğunu görüyoruz. Ancak son dönemde hisse fiyatında yaşanan adeta çöküş sonrasında biz şirkete yönelik sorunların yatırımcılar tarafında abartıldığını ve hissenin oldukça ucuz ve cazip değerlemelerle işlem gördüğünü düşünüyoruz. Aşağıda çözülebilir olduğunu düşündüğümüz bu sıkıntıları kısaca özetledik:

Tek ürüne bağımlılık... Şirketin gelirlerini çeşitlendirmek için adım atmaması ve diyabet ve obezite odaklı ürünlerin kullanımının genişletilmesine yoğunlaşması, şirketi tek bir ürüne bağımlı kılmış durumda. Eli Lilly gibi önemli bir rakibin daha etkin bir ilaçla ortaya çıkması da piyasa payı kaybetmesine yol açıyor. Burada şirketin hakim hissedarı olan Novo Nordisk Foundation'ın sosyal ve filantropik çalışmaları dolayısıyla şirketin inovasyona yatırımını sınırladığına dair görüşler de bulunuyor. Bu şirket için bize göre en önemli risk.

CEO değişimi... Düşen piyasa payı ve hisse senedi fiyatında sert gerileme nedeniyle yönetim değişikliğine giden şirket, içeriden bir yönetici olan Maziar Mike Doustdar'ı geçtiğimiz haftalarda liderlik koltuğuna getirdi. Ancak yeni CEO'nun gerekli değişiklikleri yapamayabileceği ve eski sıkıntıların devam edeceği kaygıları da ön plana geliyor.

CagriSema hayalkırıklığı... Novo Nordisk büyük umutlar bağladığı ve Eli Lilly'nin önüne geçmeyi umduğu yeni nesil obezite ilacı CagriSema'nın (cagrilintide+semaglutide) faz-3 çalışmalarında deneklerde %16'ya yakın bir kilo kaybına yol açtığını açıklarken, bunun Wegovy'e göre bir gelişme olsa da Zepbound ile rekabet etmesinin zor olduğunun anlaşılması nedeniyle yatırımcılar hayal kırıklığına uğradı. Ancak şirket Eli Lilly gibi enjeksiyon haricinde ilaç formunda bir tedavi üzerinde çalışmaya ve mevcut ilaçların kullanım alanını genişletmeye devam ediyor. Aynı zamanda bazı ülkelerde kamu sigortaları(ABD'de medicare gibi) tarafından kabul edilmesi de olumlu bir dinamik.

Replika ürünler... Zayıflama ilaçlarının onay alması sonrasında yaşanan talep patlamasına her iki şirketin de yetişememesi, FDA'nın bazı sağlık şirketlerine ve eczanelere bu ürünlerin benzer formülasyonlarını üretmelerine izin vermesine neden oldu. Compounder olarak bilinen bu sağlık şirketlerinin ürettiği replika ürünler çok daha ucuz fiyatlara satılırken geniş bir kullanıcı kitlesine ulaştı ancak bu sene üretim problemlerinin ortadan kalkması ile beraber FDA Nisan ayı ile beraber benzerlerin satışını yasakladı. Bu yasağa rağmen Novo Nordisk eczanelerin bu ürünleri satmaya devam ettiklerini ve yaklaşık 1 milyona kullanıcının ilaçlarını bu şekilde temin ettiklerini iddia ediyor ve hukuki yollardan konuyu halletmeye çalışıyor.

Tarifeler... Novo Nordisk'in Danimarka merkezli bir şirket olması (şirket Danimarka ekonomisinin geçtiğimiz sene %3,5 büyümesine ve istihdamına çok ciddi katkı vermiş durumda) dolayısıyla, ABD pazarında Trump'ın Amerika'da üretimi önceleyen politikalarından Eli Lilly'e göre daha fazla sıkıntı yaşayacağı açık. Ancak henüz elimizde net bir politik karar olmadığı için Trump'ın tehditleri üzerinden spekülasyon yapmak bu noktada oldukça güç.

Yatırımcıların hayal kırıklığı anlaşılabilir, ancak tepkiler rasyonel değil...

Eli Lilly tarafında Trump etkisi ve replika ilaç problemleri haricinde aslında işlerin genel anlamda yolunda olduğunu söyleyebiliriz. Hatta şirket son bilançosunda beklentilerin çok üzerinde satış ve kar rakamları açıklayarak (senelik %38 satış, %61 HBK büyümesi), sene sonu satış ve kar tahminlerini de yukarıya çekti.

Ancak bilanço ile beraber açıklanan merakla beklenen hap formundaki obezite ilacının etkinliğinin beklentilerin altında kalması, hissede çok sert düşüslere yol açtı. Rekor satışlara ulaşacağı tahmin edilen ağız yoluyla alınan hap formundaki obezite tedavisi Orforglipron ATAIN-1 faz 3 çalışmasının sonuçlarında, 3,127 yetişkin üzerinde 72 hafta yapılan çalışmalarda hastalar ortalama vücut ağırlıklarının %12.4'ünü (27.3 lbs) kaybederlerken (placebo:%0,9), beklentiler bunun %13-15 ve hatta daha da yüksek olabileceği yönündeydi.

Bu çalışmanın yatırımcılarda hayal kırıklığı yaratması anlaşılabilir. Bu alanda en etkili terapiyi geliştiren şirketin diğerleri ile arasındaki farkı ciddi şekilde açması söz konusu olacaktır. **Tüketicilerin eğilimleri hızla daha efektif ve güvenli kilo kaybına neden olan ilaca kayacağı için, bu rekabet avantajını ilk kimin yakalayabileceğine yönelik haberler, şirketlerin hisselerinde ciddi volatilité yaratıyor ve Eli Lilly'nin liderliği de kısmen sorgulanmış durumda.**

Mevcut onaylanmış tedavilerin enjeksiyon bazlı olması, hap formuna göre bireyler için kullanımı daha zor hale getiriyor. Dolayısıyla etkinliği bir miktar daha az da olsa, sektörde hap formunda bir ilacın piyasaya girmesine ihtiyaç var. Eli Lilly'nin Orforglipron'u burada ticarileşmeye en yakın ve etkinliği en yüksek opsiyon gibi düşünülüyordu ancak son veri sonrasında Novo Nordisk'in amycretin odaklı çalışmaları tekrar yakından takip edilmeye başlandı. Hap formunda bir zayıflama ilacı çıkarmaya çalışan bir diğer şirket de Carmot Therapeutics'i \$2,7 milyara satın alarak yarışa giren Roche. Yukarıda bahsettiğimiz Viking Therapeutics'in VK 2735'ine yönelik ümitler de tekrar canlandı ve bu şirkete yönelik alım ilgisinin de önümüzdeki günlerde arttığını görebiliriz.

Ancak bu noktada obezite tedavisi gibi çok önemli ve büyük talebin olduğu bir alanda ciddi ve efektif bir çözüm geliştirerek bunu ticari bir ürüne dönüştürebilen sadece iki şirket var ve yatırımcılar bu iki şirketin hissesini de ciddi şekilde cezalandırmış durumdalar.

Yarışı en önde götüren Eli Lilly ve Novo Nordisk, diğer şirketler onay süreçlerini tamamlayarak piyasa girmek istediklerinde pazarın önemli kısmını elinde tutuyor olacaklar. Aynı zamanda bu alandan üretilen büyük nakit akımını da yeni ilaçların geliştirilmesi, yan alanlarda etkinliğinin artırılması ve yeni terapiler için kullanacaklar. Dolayısıyla her ne kadar son çalışmalar beklenti altında kalsa da, tolere edilebilir yan etkileri olduğu düşünüldüğünde Eli Lilly'nin hap formundaki Orforglipron ATAIN-1'i bu sene onay alarak 2026'da satışa sunulacağını düşünüyoruz. Novo Nordisk de gerek enjeksiyon, gerekse de hap formundaki obezite tedavilerini geliştirmeye ve pazarlamaya devam edecektir ve **önümüzdeki aylarda daha efektif bir ilaç ortaya çıkmadığı sürece bu iki şirket piyasayı domine etmeye ve gelirlerini büyütme devam edeceklerdir.**

Eli Lilly'nin rekabette önde olması ve güçlü pipeline'ı cezbedici...

Eli Lilly 2010-2020 seneleri arasında ortalama bileşik %1'lik bir ciro büyümesi sergileyerek oldukça zayıf bir performans gösterirken, diyabet ve obezite ilaçları adeta şirketin büyüme dinamosu olmuştu. Şirketin büyüme ivmesi hızlanırken, kar marjları açılmış, yatırılmış sermaye getirisi artmış, çift haneli büyüme patikası sürdürülebilir hale gelmiş ve yatırımcıları için çok ciddi miktarda nakit yaratan bir şirket haline gelmişti.

Eli Lilly Co. (LLY)						
Satışlar (Milyon USD)	2024 Q2	2024 Q1	2025 Q2	Senelik büyüme %	2025 Q3 (beklenti)	2025 Q4 (beklenti)
	\$11.302,80	\$12.728,50	\$15.557,70	37,64%	\$14.414,90	\$15.363,90
Cardiometabolic Health	\$7.514,70	\$9.208,10	\$11.342,90	50,94%	\$11.042,94	\$12.141,20
% Toplam	66,49	72,34	72,91			
Mounjaro	3.090,80	3.841,80	5.198,90	68,21%	4.926,09	5.496,98
% Toplam	27,35	30,18	33,42			
Trulicity	1.245,60	1.095,20	1.092,20	-12,32%	1.012,36	966,62
% Toplam	11,02	8,60	7,02			
Zepbound (Tirzepatide)	1.243,20	2.311,90	3.381,40	171,99%	3.340,73	3.648,32
% Toplam	11,00	18,16	21,73			
Immunology	\$1.082,30	\$1.088,00	\$1.255,60	16,01%	\$1.380,16	\$1.494,39
% Toplam	9,58	8,55	8,07			
Taltz	824,70	761,90	847,60	2,78%	955,39	1.019,89
% Toplam	7,30	5,99	5,45			
Neuroscience	\$339,30	\$272,10	\$344,00	1,39%	\$382,41	\$457,73
% Toplam	3,00	2,14	2,21			
Other Neuroscience	\$90,80	\$89,30	\$62,20	-31,50%	\$97,14	\$93,49
% Toplam	0,80	0,70	0,40			
Oncology	\$2.158,80	\$1.947,50	\$2.413,60	11,80%	\$2.583,98	\$2.870,05
% Toplam	19,10	15,30	15,51			
Verzenio	1.331,90	1.158,90	1.489,30	11,82%	1.614,71	1.795,38
% Toplam	11,78	9,10	9,57			
Other Oncology	\$53,00	\$46,90	\$51,00	-3,77%	\$62,07	\$109,08
% Toplam	0,47	0,37	0,33			
Other Pharmaceutical	\$207,60	\$212,80	\$201,50	-2,94%	\$219,49	\$173,67
% Toplam	1,84	1,67	1,30			

Kaynak: Bloomberg

Finansallar, beklentiler ve değerlendirme...

Obezite sektörünün, dev ve büyüyen bir alan olması bir çok firmayı cezbediyor ve yeni firmaların yarışa dahil olması kaçınılmaz. Ancak biz şirketin çok **önemli bir seküler büyüme alanında rekabet avantajı yakaladığını** görüyoruz. Obezite ilaçlarını da içeren kardiyoloji bölümünde 2024 senesinde \$29,5 milyar satışa ulaşan şirket, bu sene bu rakamı \$45 milyara, 2030 senesinde ise \$70 milyara taşıyabilir ve beş sene sonra senelik toplam \$100 milyar net satış rakamına ulaşabilir. Burada **2030 senesinde zayıflama ilaçlarının \$125 milyar seviyesine ulaşabileceği (beklentiler \$100-\$150 milyar arasına toplanıyor) ve Eli Lilly'nin gerek ilaç, gerekse de enjeksiyon formundaki ilaçlarda pazarın yaklaşık %50'sini alabileceğini varsayıyoruz.**

Mevcut şartlarda Eli Lilly'de ciddi değer ortaya çıktığını düşünüyoruz...

İçsel değer - İNA... Şirketin önümüzdeki beş sene gelirlerini %15,5, firmaya serbest nakit akımı %24 YBBO ile büyüteceğini, operasyonel kar marjını bu sene %33'e, 2030 senesinde ise faaliyet kaldırıcının yardımıyla %40 seviyesine çıkaracağını öngördüğümüzde ve terminal büyüme oranı olarak %4, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti olarak %8,2 kullandığımızda, **2025 sonu hisse için \$820 gibi bir içsel değer hesaplıyoruz.**

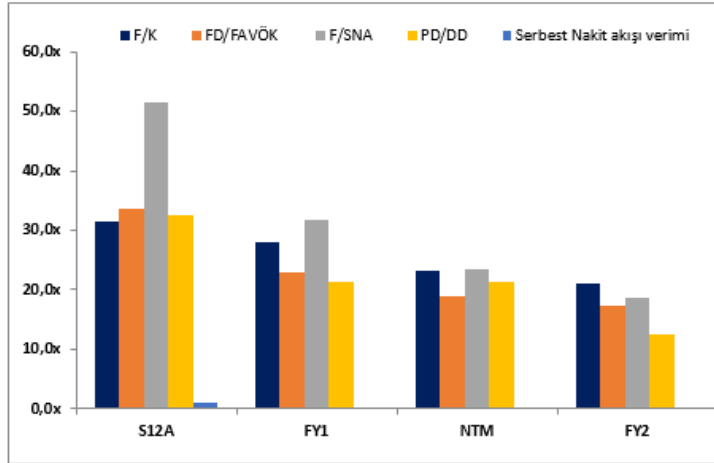
Eli Lilly & Co Finansallar	Gerçekleşen					S12A	Beklentiler	
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.06.2025	31.12.2025	31.12.2026
Toplam Satışlar	24.539,8	28.318,4	28.541,4	34.124,1	45.042,7	53.258,1	60.428,9	72.356,3
Büyüme YoY	9,9%	15,4%	0,8%	19,6%	32,0%	36,8%	34,2%	19,7%
Büyüme QoQ	9,9%	15,4%	0,8%	19,6%	32,0%		34,2%	19,7%
Brüt Kar	19.056,5	21.005,6	21.911,6	27.041,9	36.624,4	44.011,5	50.095,2	60.184,7
Büyüme YoY	8,29%	10,23%	4,31%	23,41%	35,44%	40,03%	36,78%	20,14%
FAVÖK	7.381,9	7.904,7	8.649,8	7.985,2	14.875,2	--	27.125,2	35.348,8
Büyüme YoY	18,9%	7,1%	9,4%	(7,7%)	86,3%	86,3%	82,4%	30,3%
Esas Faaliyet Karı (FVÖK)	6.058,0	6.357,1	7.127,3	6.457,9	12.899,0	17.237,3	24.499,7	32.567,8
Büyüme YoY	21,79%	4,94%	12,12%	-9,39%	99,74%	90,22%	89,93%	32,93%
Net Kar (GAAP)	6.193,7	5.581,7	6.244,8	5.240,4	10.590,0	13.799,9	19.645,8	26.456,1
Net Kar Düz.	7.235,9	7.436,7	7.186,4	5.712,5	11.746,5	14.553,7		
Hisse başı net kar (GAAP)	6,79	6,12	6,90	5,80	11,71	15,3	21,6	29,4
Hisse başı düzeltilmiş net kar	7,93	8,16	7,94	6,32	12,99	16,15	22,17	29,76
Büyüme YoY	36,9%	(9,9%)	12,7%	(15,9%)	101,9%	88,4%	84,4%	36,4%
Büyüme QoQ	31,3%	2,9%	(2,7%)	(20,4%)	105,5%			
Brüt Kar Marjı	77,7%	74,2%	76,8%	79,2%	81,3%	82,6%	82,9%	83,2%
FAVÖK Marjı	30,1%	27,9%	30,3%	23,4%	33,0%	--	44,9%	48,9%
Faaliyet Kar Marjı	24,7%	22,4%	25,0%	18,9%	28,6%	32,4%	40,5%	45,0%
Net Kar Marjı	25,2%	19,7%	21,9%	15,4%	23,5%	25,9%	32,5%	36,6%

Kaynak: Bloomberg

Rölatif değerlendirme... Bir çok farma şirketinin büyüme yaratmakta çok zorlandığı bir noktada oldukça sağlıklı büyüme ivmesi yakalayan ve bunu da önümüzdeki dönemde sürdürme olasılığı yüksek olan Eli Lilly'nin sektöre göre primli işlem görmesini oldukça normal karşılanmalı. Nitekim 10 tane büyük farma şirketinin önümüzdeki 4 çeyrek satış büyüme beklentisi ortalama %3 seviyesinde iken, Eli Lilly için bu oran %25'in üzerinde. Şirket mevcut 23x 4ç ileri F/K ile benzerlerine göre son 5 senelik ortalama priminin %32, kendisine göre de %31 altında işlem görüyor. Eli Lilly'nin 2025 senesinde \$20,6 milyar net kar ve \$22,9 hisse başına net kar yaratacağını düşünürsek ve 35x ileri F/K gibi geçmiş ortalamaların altında ancak bugünkü depresif seviyelerin üzerinde bir çarpan atfedersek de, 2025 sonu için **\$802 gibi bir fiyat hedefi buluyoruz.**

Büyük ilaç şirketlerinin büyüme hızları ile ileri F/K çarpanları arasındaki ilişkiyi incelediğimizde, son 12 aylık gelir büyümesi ile çarpan seviyesi arasında oldukça güçlü bir bağ olduğunu görüyoruz. Dev ilaç şirketleri arasında Eli Lilly'nin benzerlerinden 13 tanesini alarak şirketlerin ileri F/K çarpanları ve büyüme oranları ile bir regresyon analizi yaptığımızda da (Multiple R:%79) oldukça yüksek bir ilişki buluyoruz. Buda Eli Lilly'nin güçlü büyüme ivmesini sürdürmesinin primli çarpanları da getirmeye devam ettireceğini düşündürüyor.

Çarpanlar	S12A	FY1	NTM	FY2	5 sene ort.
F/K	31,6x	27,9x	23,3x	21,0x	48,3x
FD/FAVÖK	33,6x	22,8x	18,9x	17,2x	49,8x
F/SNA	51,5x	31,7x	23,5x	18,6x	71,2x
PD/DD	32,4x	21,2x	21,2x	12,4x	42,1x
F/Satış	11,1x	9,7x	8,9x	8,1x	13,4x



Kaynak: Bloomberg

Büyüme profili		Net Kar (GAAP)	HB (düz.)	
Çeyreklik satış büyümesi (QoI	32,00%	Çeyreklik kar büyümesi	102,08%	105,54%
Senelik Satış büyümesi (YoY)	37,64%	Senelik kar büyümesi	90,78%	91,77%
S12A Satış büyümesi	36,83%	S12A kar büyümesi	87,96%	88,42%
3 sene ort satış büyümesi	17,45%	3 sene ort kar büyümesi	22,38%	22,64%
5 sene ort satış büyümesi	15,54%	Son 4h kar beklentisi değişimi	1,45%	

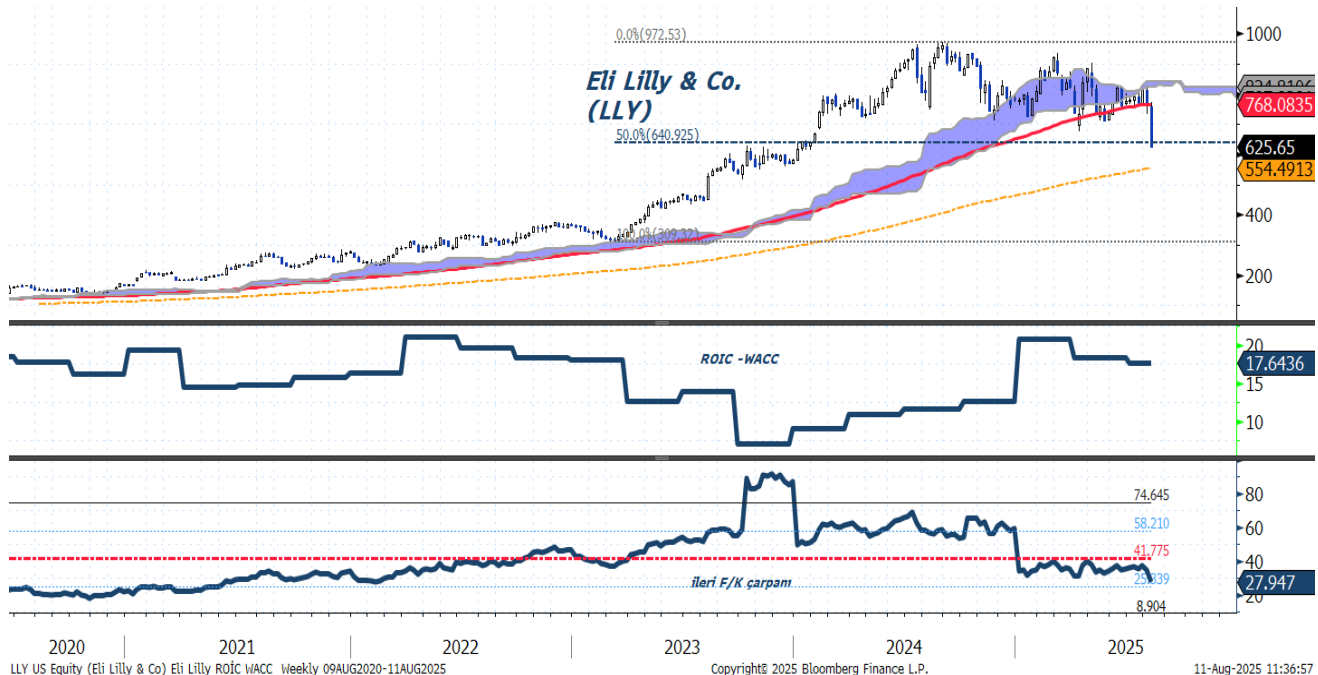
Sabit getiri	
Temettü verimi	0,96%
S&P 500 Temettü verimi	1,21%
ABD 10y Tahvil faizi	4,26%
Serbest Nakit akışı verimi	0,87%
Temettü + Hisse geri alımı	1,59%

Sermaye getirisi	
Özsermaye getirisi	86,70%
Yatırılmış Semaye getirisi	31,99%
AOSM	8,24%
YSG - AOSM	23,75%

Kaynak: Bloomberg

Net net baktığımızda, temel anlamda son açıklanan obezite hapi verilerinin yarattığı hayal kırıklığının Eli Lilly'nin sektörde liderliği kaptırabileceği kaygıları, teknik anlamda hissede sert düşüşün yarattığı teknik bozulma ve negatif momentumun yarattığı satışlar ve politik tarafta Trump'ın tarife belirsizliği ve ilaç fiyatlarını regüle etme isteği hissede ciddi baskı yaratmış durumda.

Ancak bu sene sonunda ilacın FDA onayının çıkması ve hap formunda daha etkili rakip bir terapinin bu süreçte gelmemesi durumunda, Eli Lilly'nin son çeyrekte hızlı bir şekilde toparlandığını ve yukarıda bahsettiğimiz \$800 üzerindeki temel değerlere yakınsadığını görebiliriz. Dolayısıyla biz hissede son yaşanan düşüşlerin abartılı olduğunu ve orta vadeli odaklı yatırımcılar için \$625 seviyesinin risk/getiri dengesi anlamında cazip bir alım fırsatı ortaya çıkardığını düşünüyoruz.

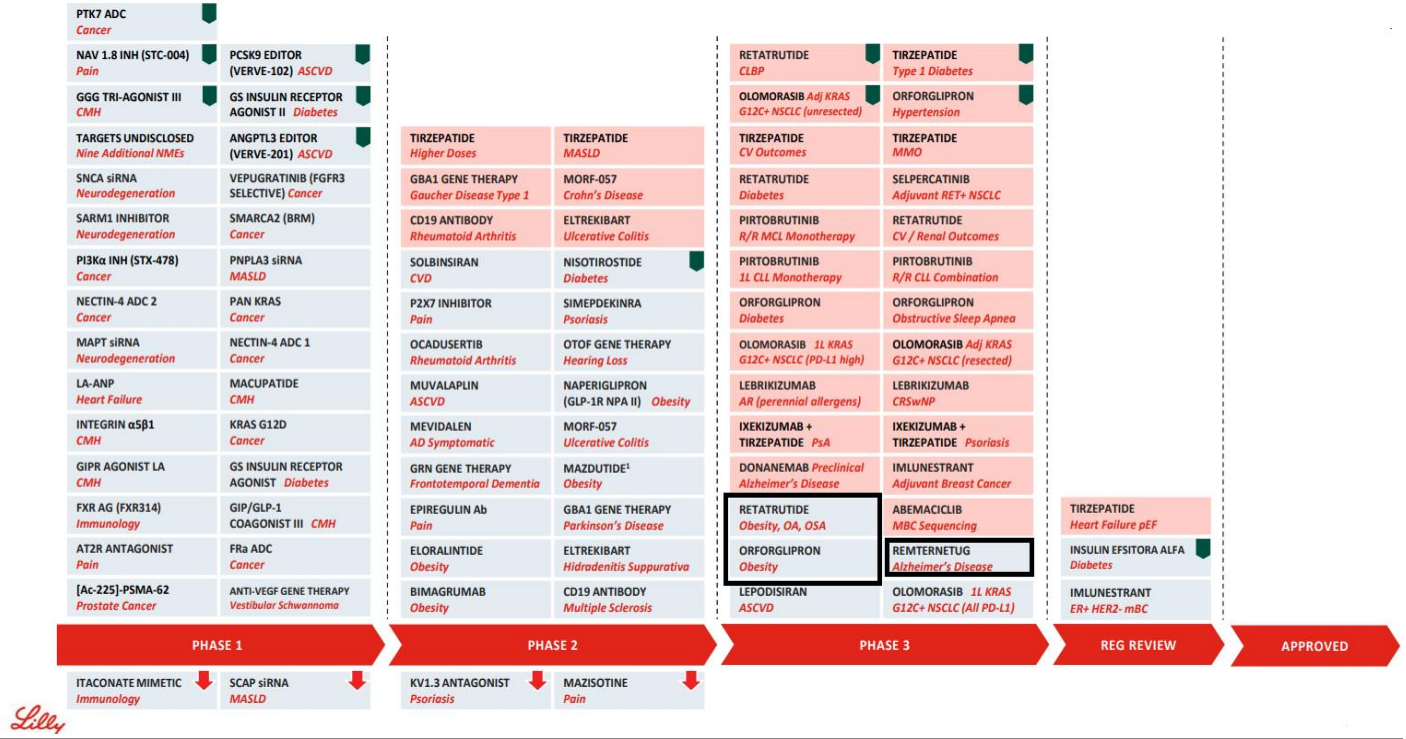


LLY US Equity (Eli Lilly & Co) Eli Lilly ROIC WACC Weekly 09AUG2020-11AUG2025

Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P.

11-Aug-2025 11:36:57

Eli Lilly – Faz 1,2,3 pipeline:



Kaynak: Eli Lilly



ÇEKİNCE:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.