



**GEN İLAÇ VE SAĞLIK ÜRÜNLERİ SANAYİ VE TİCARET
ANONİM ŞİRKETİ**

OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Ayazağa Mahallesi Kemerburgaz Caddesi
Vadi İstanbul Park 7B Blok No:7C Kat:18 Sarıyer İSTANBUL
Tel: 0212 319 12 00
22/06/2021

KISALTMALAR

Kısaltma	Tanım
A.Ş.	Anonim Şirketi
BİST, Borsa İstanbul	Borsa İstanbul Anonim Şirketi
CE	European Conformity (<i>Conformite European</i>), Avrupa Normlarına Uygunluk
DSÖ	Dünya Sağlık Örgütü
FDA	Amerikan Gıda ve İlaç Kurumu (<i>U.S. Food and Drug Administration</i>)
FAVÖK	Faiz Amortisman ve Vergi Öncesi Kar
Gen. Gen İlaç, Şirket, İhraççı	Gen İlaç Sağlık Ürünleri Sanayi Ve Ticaret A.Ş.
GMP	T.C. Sağlık Bakanlığı Üretim Tesisi İyi İmalat Uygulamaları Sertifikası
KDV	Katma Değer Vergisi
Ltd. Şti.	Limited Şirketi
Md.	Madde
NPP	Named Patient Program
SMA	Spinal Müsküler Atrofi
SPK, Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
SUT	Sosyal Güvenlik Kurumu Sağlık Uygulama Tebliği'nde
T.C.,	Türkiye Cumhuriyeti
T.C. Sağlık Bakanlığı	Sağlık Bakanlığı, Bakanlık
TEB	Türk Eczacılar Birliği
TİTCK	Türkiye İlaç ve Tıbbi Cihaz Kurumu
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
Tic.	Ticaret
TTK	6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu
TTSG	Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
UMS	Uluslararası Muhasebe Standartları
USD	Amerika Birleşik Devletleri'nin resmi para birimi
Vb.	Ve benzeri
VUK	213 sayılı Vergi Usul Kanunu
YBBO	Yıllık Birleşik Büyüme Oranı

İÇİNDEKİLER

1. Yönetici Özeti	5
2. Şirket Hakkında Özet Bilgi ve Değerleme Çalışması Sonucu	6
3. Değerleme Çalışmasında Uygulanan Esaslar	8
A. Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Meslek Kuralları ve Etik İlkeler	8
B. Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar	8
C. Yetkinlik Beyanı	9
D. Sorumluluk Beyanı	10
4. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler	11
A. Şirket'in Genel Bilgileri	11
B. Sermaye ve Ortaklık Yapısı	11
C. Şirket'in Faaliyetlerinin Gelişiminde Önemli Olaylar	12
D. Şirket Faaliyetleri	13
D.1. Satışlar	15
D.1.1. Satışların Faaliyet Alanına Göre Kırılımı:	15
D.2.3. Satış ve Dağıtım Kanalları:	16
D.2. COVID-19 Etkisi	17
5. Sektör Hakkında Bilgi	17
A. Global Sektör Görünümü	17
B. Türkiye Sektör Görünümü	22
6. Finansallar Hakkında Bilgiler	25
A. Gelir Tablosu	25
B. Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Durum Tablosu	34
C. Nakit Akım Tablosuna İlişkin Değerlendirmeler	40
7. Kullanılan Değerleme Yöntemleri	41
8. Değerleme	42
A. İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi	42
7.A.1. Gelir Tablosu Projeksiyonları:	43
7.A.2. Yatırım Harcamaları:	47
7.A.3. İşletme Sermayesi İhtiyacı Projeksiyonu:	47
7.A.4. Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) Hesabı:	48
7.A.5. İNA ve Tahminler:	48
B. Piyasa Çarpanları Yöntemi	50
9. Sonuç	54

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Avusturya Mh. Kemalpaşa Cad. Yıldırımhanı Park Sit. 7B
 Beşiktaş/İstanbul No: 34101 Şişli/İstanbul Tel: 0212 319 12 00
 Fon: 0212 319 12 05 E-posta: Versus No: 0549 0039 6043 0034
 Büyük Mükellefler K.D. 649 003 9604

Tablo 1: Değerleme Sonucu	6
Tablo 2: Ortaklık Yapısı	12
Tablo 3: İş Ortaklıkları	14
Tablo 4: IMF Büyüme Tahminleri	18
Tablo 5: Sağlık Sektörü SWOT Analizi	20
Tablo 6: Kar veya Zarar Tablosu (TL)	25
Tablo 7: Net satışların Faaliyet Alanlarına Göre Dağılımı	26
Tablo 8: Satışların Maliyeti	27
Tablo 9: Brüt Kar Marjı	27
Tablo 10: Genel Yönetim Giderleri	28
Tablo 11: Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	29
Tablo 12: FAVÖK (Brüt Kar – Faaliyet Giderleri + Amortisman)	30
Tablo 13: Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	30
Tablo 14: Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	31
Tablo 15: Operasyonel Karlılık Oranları	31
Tablo 16: Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	31
Tablo 17: Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	32
Tablo 18: Finansal Gelirler	32
Tablo 19: Finansal Giderler	32
Tablo 20: Net Kar Marjı	33
Tablo 21: Faiz Giderlerinin Karşılama Performansı	33
Tablo 22: Varlıklar	34
Tablo 23: Kaynaklar	36
Tablo 24: Finansal Yükümlülükler	39
Tablo 25: Borçluluk Rasyoları	39
Tablo 26: Likidite Oranları	40
Tablo 27: Mali Yapı Oranları	40
Tablo 28: Özet Nakit Akış Tablosu	41
Tablo 29: Makro Tahminler	43
Tablo 30: Gen İlaç Solo - Kutu Satışları	43
Tablo 31: 2021 - 2025 Yıllarına İlişkin Net Satışlar (TL)	44
Tablo 32: 2021 - 2025 Yıllarına İlişkin Brüt Kar Projeksiyonları	44
Tablo 33: Operasyonel Giderler	45
Tablo 34: Operasyonel Marjlar	46
Tablo 35: Yatırım Projeksiyonları	47
Tablo 36: İşletme Sermayesi Detayları	47
Tablo 37: Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)	48
Tablo 38: İndirgenmiş Nakit Akım Projeksiyonları	49
Tablo 39: Gen İlaç Finansal Veriler	50
Tablo 40: Karşılaştırılabilir Şirket Çarpanları (20 Mayıs 2021)	51
Tablo 41: Çarpan Analizi Sonucu	53
Tablo 42: Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri ve İskonto Oranları	54

1. Yönetici Özeti

Gen mevcut durumda, ender görülen hastalıkların tedavisinde ve bu hastalıklara bağlı olarak gelişen fonksiyon bozukluklarının giderilmesinde kullanılan ilaçların yurtdışındaki ilaç firmalarından ithal edilmesi ve Türkiye’de veya yetkili bulunduğu diğer ülkelerde ruhsatlandırılması, jenerik ilaçların geliştirilmesi ve üretilmesi, üretilen jenerik ilaçların hem Türkiye hem de çeşitli ülkelerde ruhsatlandırılarak satılması, Türkiye’de ruhsatlı olmayan veya ruhsatlı olduğu halde çeşitli nedenlerle üretimi veya ithalatı yapılamayan ve T.C. Sağlık Bakanlığı’nca ithalat izni verilen reçete muhteviyatı ilaçları ithal edip satılması faaliyetlerini gerçekleştirmektedir.

Şirket'in çıkarılmış sermayesi 250.000.000,00 TL kıymetinde olup, bu sermaye her biri 1,00 TL nominal değerde 250.000.000 adet hisseye ayrılmıştır. Bu paylardan 55.000.000 adedi nama yazılı A Grubu, 195.000.000 adedi nama yazılı B Grubu paylardan oluşmaktadır. Şirket'in 250.000.000,00 TL değerindeki sermayesinin %94,50'sine tekabül eden 55.000.000 TL nominal değerli A Grubu pay ve 181.250.000 TL nominal değerli B Grubu pay olmak üzere toplamda 236.250.000,00 TL nominal değerli paylar Abidin GÜLMÜŞ'e aittir.

Gen, 1997 yılında "Gen İlaç ve Sağlık Ürünleri San. ve Tic. Ltd. Şti." ticaret unvanı ile Yasemin Bahar Tural ve Kemal Aydoğduoğlu tarafından kurulmuştur. Gen, Mayıs 1998 tarihinde Abidin Gülmüş ve Labotest Laboratuvar Cihazları San. Ltd. Şti. tarafından devralınmıştır.

2007 yılında Ankara'daki merkez adresine taşınan Şirket, 07.02.2010 tarihinde nevi değiştirilerek anonim şirkete dönüşmüş ve ticaret unvanı "Gen İlaç ve Sağlık Ürünleri San. ve Tic. A.Ş." olmuştur.

Şirket'in Genject Sağlık Ürünleri Kimya Sanayi Ticaret A.Ş. ve Elixir İlaç Araştırma Geliştirme A.Ş. olmak üzere iki bağlı ortaklığı bulunmaktadır.

Gen. Ankara'da bulunan 40.000 m2 alana kurulmuş üretim tesisinde 2017 yılından bu yana kendi ürünlerini üretmekte olup, Türkiye içinde Ankara (Merkez), Ankara Fabrika ve Ankara Depo, İstanbul İçerenköy, İstanbul Üsküdar, İzmir, Trabzon ofislerinde 20 yılı aşkın bir süredir faaliyet göstermektedir. Ayrıca, yurtdışında Azerbaycan, Kazakistan, Özbekistan ve Rusya temsilcilik ofisleri ile 2020 yılı itibarıyla faaliyete geçen Almanya şubesinde faaliyet göstermektedir.

Sirket'in 21.06.2021 tarihi itibarıyla çalışan personel sayısı 404'tür.

Şirket'in halka arz fiyatı %50 indirgenmiş nakit akış, %50 benzer şirket çarpan ağırlıklarıyla hesaplanmış ve 3.447 milyon TL piyasa değerine ve hisse başına 13,79 TL'ye ulaşılmıştır. Bulunan hisse başına hedef piyasa değerine %22 halka arz iskontosu uyguladığında halka arz için 10.75 TL hisse başına fiyata ulaşılmıştır.

Bu rapor, Gen İlaç ve Sağlık Ürünleri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("Şirket" ya da "Gen") ile OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("OYAK Yatırım") arasında imzalanmış olan halka arza aracılık sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerin belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

2. Şirket Hakkında Özet Bilgi ve Değerleme Çalışması Sonucu

Nadir Hastalıkların Tedavisinde En Büyük İlaç Tedarikçilerinden Biri: Gen, yurt içinde 34 adet ilacın, Azerbaycan 22, Rusya'da 1, Kazakistan'da 6, Filipinler'de 2 Endonezya'da 2 adet ilacın ruhsatına sahiptir. Yurt içinde 34 adet ilacın 17 adeti ithal olup 17 adeti üretimden gelmektedir. Ruhsatlı ilaçlar, GEN'in yurtdışındaki ilaç firmalarıyla Türkiye ve/veya birden fazla ülke için distribütörlük anlaşması imzalaması neticesinde, Türkiye'de veya yetkili bulunduğu diğer ülkelerde ruhsatlandırılmasını yaptığı orijinal ilaçlar veya GEN'in hakları kendisine ait olup Türkiye'de veya yurt dışında ruhsatlandığı jenerik ilaçlardır.

Araştırma-Geliştirme Faaliyetleri: Gen, 2019 yılında T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı'ndan AR-GE Merkezi Sertifikasını almış olup, 22 uzman personeli ve bunun yanında bağlı ortaklığı olan Hacettepe Teknokent'te kurulu Elixir A.Ş. firmasında bulunan 29 uzman personeli ile Orijinal ve Jenerik ilaçların formülasyonlarının geliştirilmesine çalışmaktadır. Bu faaliyetler neticesinde geliştirilen ürünlerin satışı Şirket adına tescil edilmiş ruhsat ve markalar ile yapılmaktadır.

İş Ortaklıkları: Şirket, kuruluşundan bu yana sayısı giderek artan, Amerika Birleşik Devletleri, Almanya, Avustralya, Birleşik Krallık, Çin, Fransa, Hindistan, Hollanda, İsviçre ve İrlanda olmak üzere 10 farklı ülkeden 20 iş ortağı ile çalışmakta olup, bu firmalara ait ürünlerin satış ve pazarlamasını yapmaktadır.

Halka arz gelirinin kullanımı: Şirket, halka arzdan elde edeceği gelirin %60-%70'lik kısmını sağlık sektöründe mevcut ürün portföyüne katkı sağlayacak, aynı zamanda yurtiçi ve yurtdışı büyümesini destekleyecek ilaç ve aşı üretim alanlarında şirket satın alımları ve/veya yeni fabrika yatırımlarında kullanmayı planlamaktadır. Halka arzdan elde edilen gelirin %15-%20'lik kısmına denk gelen bölümü Şirket'in Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı'ndan alınan Yatırım Teşvik Belgesi kapsamında yapılmakta olan fabrika ek üretim alanlarının yatırımının finansmanında kullanılması planlanmaktadır. Bununla birlikte Şirket, halka arzdan elde edilen gelirin %10-%15'lik kısmını ise işletme sermayesi olarak tutmayı planlamakta, kalan %10-%15'lik kısmını ise pazar ve ürün araştırma faaliyetlerinde kullanmayı hedeflemektedir. Halka arz gelirinin kullanımı ile ilgili daha detaylı bilgiye Şirket İzahname'sinin 28.2. nolu bölümünde yer verilmiştir.

Raporun sonunda belirtildiği üzere %50 indirgenmiş nakit akış, %50 benzer şirket çarpan ağırlıklılarıyla Şirket için ulaştığımız piyasa değeri 3.447 milyon TL ve hisse başına 13,79 TL'dir. Bulunan hisse başına piyasa değerine %22 halka arz iskontosu uyguladığımızda halka arz için 10,75 TL hisse başına fiyata ulaşıyoruz.

Tablo 1: Değerleme Sonucu

Gen Değerleme Sonucu (TL)	Piyasa Değeri	Ağırlık	Sonuç
İNA	3.986.244.587	50%	1.993.122.294
Çarpan Analizi	2.907.918.200	50%	1.453.959.100
	Toplam	100%	3.447.081.394
		Pay başına değer	13,79

Halka Arz Öncesi Değer	
İskonto Hesabı (TL)	
Nominal Sermaye	250.000.000
Halka Arz Fiyatı	10,75
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	3.447.081.394
Piyasa Değeri	2.687.500.000
İskonto Oranı	%22

Kaynak: OYAK Yatırım

Değerleme Çalışmasını Yapan Değerleme Uzmanına İlişkin Bilgiler

E. Alper Çelik – Kurumsal Finansman / Müdür

E. Alper Çelik, çeşitli yatırım kuruluşlarında Araştırma ve Kurumsal Finansman bölümlerinde 15 senelik tecrübeye sahiptir. İstanbul Teknik Üniversitesi - İşletme Mühendisliği lisans ve Boğaziçi Üniversitesi – Ekonomi/Finans yüksek lisans mezunudur. Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı (Belge no: 203052), Türev Araçlar Lisansı'na (Belge no 307348) sahiptir.

Kamer Külek – Araştırma / Müdür Yardımcısı

Kamer Külek, çeşitli yatırım kuruluşlarında Araştırma ve Yatırım Danışmanlığı bölümlerinde yaklaşık 6 senelik tecrübeye sahiptir. Bahçeşehir Üniversitesi - Uluslararası Finans lisans ve Koç Üniversitesi - Finans yüksek lisans mezunudur. Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı (Belge no: 208456), Türev Araçlar Lisansı'na (Belge no 305287) sahiptir.

3. Değerleme Çalışmasında Uygulanan Esaslar

A. Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Meslek Kuralları ve Etik İlkeler

- Değerleme hizmeti, ilgili mevzuatlar çerçevesinde gerekli lisansa sahip değerlendirme uzmanı tarafından Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları çerçevesinde yerine getirilmiştir.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren veya makul bir süre içerisinde gerçekleşme ihtimali bulunmayan varsayımsal durumlar hakkında rapor istenen görevler kabul edilmemiştir.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve hakim ortaklarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işi bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Hukuka uygun davranılmış ve konuyla ilgili yasal mevzuata riayet edilmiştir.
- Değerleme hizmeti, haksız rekabete yol açmayacak şekilde mesleki sorumluluk bilinci ve mesleki kurallar çerçevesinde yerine getirilmiştir.

B. Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar:

- Raporda kullanılan bilgiler kamuya açıklanmış ve talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış olan bilgilerden oluşmaktadır. Rapor içerisinde yer alan finansal bilgiler, halka açılma için özel amaçlı olarak bağımsız denetimden geçen finansal tabloları ve bilgileri içermektedir.
- Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerlendirme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.
- Değerleme çalışmaları genel kabul görmüş denetleme ilke, esas ve standartlarına göre bir denetimi veya inceleme çalışmasını içermemiştir.
- Değerleme çalışmalarına esas teşkil etmek üzere OYAK Yatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış, bu bilgilerin güvenilir ve doğruluğu denetlenmemiştir.

- Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.
- Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.
- Bu raporda kullanılan tüm bilgiler Şirket yönetimi tarafından sağlanmış doğru olduğu kabul edilen bilgilerdir.
- Rapora konu olan değerlendirme çalışması, bilinen değerlendirme yöntemleri kullanılarak uzmanlık bilgisi ile hazırlanmıştır. Ancak, piyasa koşullarında meydana gelebilecek önemli değişimlerin Şirket değerini etkileyerek, yukarı veya aşağı yönde değiştirebileceği bilinmelidir.
- Değerleme çalışması sırasında, Şirket'in faaliyetini yürütmesinde belirleyici olan tüm yasal koşullara uygun olduğu kabul edilmiş ve bu husus ayrıca incelenmemiştir.
- Değerlemesi yapılan aktifler için bir hukuki çalışma yürütülmemiştir. Değerleme çalışmasında, değerlemeye konu aktiflerin değer düşüklüğüne uğramamış veya değer kaybı olmaksızın satılabilir durumda olduğu ve aktifler üzerinde herhangi bir kısıtlayıcı hak olmadığı kabul edilmiştir.
- Şirket'in, faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyen (olağandışı mali kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve yasal değişiklikler, öngörülemez hukuki gelişmeler vs gibi) alışlagelen dışında bir engel olmadan işletmenin sürdürülebilirliği esasına göre öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam edeceği varsayılmıştır.
- Şirket'in yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek, alışlagelen personel dönüşümü dışında olumsuz önemli bir değişimin olmayacağı,
- Türk ve dünya ekonomisinde yakın gelecekteki gerçekleştirmelerin bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden ciddi sapma göstermeyeceği varsayılmıştır.

C. Yetkinlik Beyanı

Gen'in güncel şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 22.06.2021 tarihli değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı karar uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

- Kurul'ca geniş yetkili olarak yetkilendirilmiş ve değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 10 kişiyi tam zamanlı olarak istihdam eden,
- Ayrı bir kurumsal finansman bölümüne sahip,

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

İzmir 20. Mh. Kemal Bulvarı Cd. Vadiye Mah. No: 7B
Kat: 2B-7C Kat: 18 Sırtıyolu SK. Beşiktaş/İstanbul
Tic. Sic. No: 277295/010-Mersis: 0804003940000034
Büyükdere Şişli/İstanbul T.C. 649 003 9024

- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgeleri, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlerin bulunduğu,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olan,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurların bulunduğu,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olan,
- Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile arasında Finansal Danışmanlık ve Aracılık Sözleşmesi bulunan,
- Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmayan,
- Değerleme faaliyetlerinin başta bağımsızlık, tarafsızlık, mesleki özen ve titizlik olmak üzere etik ilkelere ve söz konusu düzenlemelerde yer alan ilgili hükümler ve genel kabul görmüş uluslararası standartlara uygun olarak gerçekleştiren,

niteliklere sahip olduğumuzu,

raporda yer alan değerlendirme çalışmalarının SPK'nın III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'e ve Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uygun olarak yapıldığını, beyan ederiz.

D. Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı 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 Değerlemelerde 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, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda 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.

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Avusturya Mh. Kenarburgazı Ç. Vardıncılar Park Sit. 78
Etiler Kat. No: 7C Kat: 10 Etiler 065
Tel: 0212 419 12 00
Fax: 0212 331 01 99 Mersis No: 0649 0039 6040 0034
Büyükd. Etiler Kat. No: 649 003 5604

Tablo 2: Ortaklık Yapısı

Unvanı / Adı Soyadı	Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
		Nominal Sermaye (TL)	(%)	Nominal Sermaye (TL)	(%)	Nominal Sermaye (TL)	(%)
Abidin GÜLMÜŞ	A	55.000.000	22,00%	55.000.000	18,33%	55.000.000	18,33%
Abidin GÜLMÜŞ	B	181.250.000	72,50%	170.000.000	56,67%	163.750.000	54,58%
Ömer DİNÇER	B	3.750.000	1,50%	3.750.000	1,25%	3.750.000	1,25%
Şükrü TÜRKMEN	B	3.750.000	1,50%	3.750.000	1,25%	3.750.000	1,25%
Semra GÜLMÜŞ	B	3.750.000	1,50%	3.750.000	1,25%	3.750.000	1,25%
Absel Emlak ve Turizm San. ve Tic. Ltd. Şti.	B	2.500.000	1,00%	1.250.000	0,42%	1.250.000	0,42%
Halka Açık Kısım	B	-	-	62.500.000	20,83%	68.750.000	22,92%
Toplam		250.000.000	100,00%	300.000.000	100,00%	300.000.000	100,00%

Kaynak: Şirket

C. Şirket'in Faaliyetlerinin Gelişiminde Önemli Olaylar

Gen, 1997 yılında "Gen İlaç ve Sağlık Ürünleri San. ve Tic. Ltd. Şti." ticaret unvanı ile Yasemin Bahar Tural ve Kemal Aydoğduoğlu tarafından kurulmuştur. Gen, Mayıs 1998 tarihinde Abidin Gülmüş ve Labotest Laboratuvar Cihazları San. Ltd. Şti. tarafından devralınmıştır. 1998 yılında Şirket'in halihazırdaki önemli iş ortaklarından Biogen firması ile ilk Distribütörlük Sözleşmesi imzalanmıştır. Şirket, 2000 yılından itibaren örgütsel yapısını yenilemiş, personel kadrosunu genişleterek kurumsal yapısını yeniden yapılandırmıştır.

2007 yılında Ankara'daki merkez adresine taşınan Şirket, 07.02.2010 tarihinde nevi değiştirilerek anonim şirkete dönüşmüş ve ticaret unvanı "Gen İlaç ve Sağlık Ürünleri San. ve Tic. A.Ş." olmuştur.

2010 yılında Şirket'in iş ortakları ve ürün çeşitliliğindeki artışla birlikte pazarlama ve satış departmanlarında yapı değişikliğine gidilmiş, Şirket'in bağlı ortaklıklarından Genject Sağlık Ürünleri ve Kimya San. ve Tic. A.Ş. ("Genject") kurulmuştur. Genject'in ortaklık yapısı, Abidin Gülmüş, Şükrü Türkmen, Ömer Dinçer, Semra Gülmüş ve Ahmet Gülmüş olarak tescil edilmiştir.

2011 yılında Şirket'in Kazakistan temsilcilik ofisi açılmıştır. Şirket, yıllar itibarıyla sermaye yapısını güçlendirmeye devam etmiş ve 2012 yılında sermayesini 13,5 milyon TL'den 20 milyon TL'ye çıkarmıştır. 01.03.2012 tarihinde Absel Emlak ve Turizm San. ve Tic. Ltd. Şti. Ahmet Gülmüş'e ait Şirket sermayesini temsil eden payların %1'lik kısmını devralarak Şirket ortağı olmuştur. Sermaye artırımını neticesinde Şirket sermayesi 13.5

Milyon TL'den 20 Milyon TL'ye çıkartılmıştır ve artırılan sermaye 23.11.2012 tarihinde tescil edilmiştir.

2014 yılında ise Şirket'in Ankara Temelli'de bulunan fabrikasının temelli atılmış ve aynı yıl Şirket'in sermayesi 20 milyon TL'den 36 milyon TL'ye artırılmıştır.

2016 yılında Azerbaycan Temsilcilik Ofisi açılmıştır. Şirketin ürünlerinden "Genkort" ilk kez fason olarak üretilmeye başlamıştır.

2017 yılında Şirket'in Ankara Temelli'de bulunan fabrikasının inşası tamamlanmış ve üretime başlanmıştır. T.C. Sağlık Bakanlığı'ndan fabrika inşasının bitmesi ile birlikte üretim ve üretim yeri izin belgeleri alınmıştır. Şirket'in yurt içinde ve yurt dışı pazarlarda satışa sunulacak olan ürünlerinin üretimine başlanmıştır.

2018 yılında Rusya ve Azerbaycan T.C. Sağlık Bakanlığı Üretim Tesisi İyi İmalat Uygulamaları Sertifikası (Good Manufacturing Practices-GMP) onayları alınmıştır. GMP sertifikası, bir üretim tesisinde üretilen ürünlerin bir ülkede satışına onay verilmesi için ülke yetkili makamları tarafından verilmektedir. SGK tarafından bedeli ödenen tek Spinal Müsküler Atrofi ("SMA") ilacı olan Spinraza'nın ilk ithalatı yapılmıştır. SMA kas hastalığı olarak bilinen önemli bir hastalıktır.

Şirket, 2019 yılında ARGE Merkezi sertifikası almıştır. Aynı yıl, Kazakistan GMP onayı alınmıştır. Yine aynı yıl, Hacettepe Teknokent'te kurulu Elixir İlaç Araştırma ve Geliştirme A.Ş. (Elixir) firmasının %85 oranındaki hisseleri satın alınmıştır. Buna ek olarak Şirket'in Ankara Temelli'de bulunan fabrikasında kapasite artırımı yapılırken bağlı ortaklıklarından Genject'in Ankara Temelli'de bulunan fabrikasının temeli atılmıştır. T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı'ndan 24.06.2019 tarih ve 504075 Belge numaralı 204.046.203 TL tutarlı Yatırım Teşvik Belgesi alınmıştır.

2020 yılında Ankara Mustafa Kemal Mahallesi'nde yeni arsa satın alınmış ve yeni merkez binası için inşaatın temeli atılmıştır. Rusya ve Özbekistan Temsilcilik Ofisleri açılarak faaliyetlere başlanmıştır. Şirket'in kendi fabrikasında ürettiği ürünlerin Amerika Birleşik Devletleri'ne ihraç edilebilmesi için FDA (United States Food and Drug Administration/Amerika Birleşik Devletleri İlaç ve Gıda İdaresi) ilaç ruhsat onayı alınması gerekmekte olup, bu onay için başvuru yapılmıştır.

2020 yılında Gen İlaç Germany GmbH ticaret unvanı ile Şirket'in Almanya Şubesi açılmıştır. T.C. Ticaret Bakanlığı'na TURQUALITY destek başvurusu yapılmıştır. TURQUALITY, dünyanın devlet destekli ilk ve tek markalaşma programı olup, program dahilinde sağlanan destekten yararlanabilmek için T.C. Ticaret Bakanlığı'na başvurulması gerekmektedir. 2021 yılında TURQUALITY onayı alınmıştır. Genject'in Ankara Temelli'deki fabrikası açılmıştır. Genject'in fabrikasında üretime başlanmıştır. Mart 2021'de Genject Fabrikası için "CE Belgesi" alınmıştır. Sermaye artırımı neticesinde Şirket sermayesi 50 Milyon TL'den 250 Milyon TL'ye çıkartılmıştır.

D. Şirket Faaliyetleri

Şirket, ender görülen hastalıkların tedavisinde ve bu hastalıklara bağlı olarak gelişen fonksiyon bozukluklarının giderilmesinde kullanılan ilaçların yurtdışındaki ilaç

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Ankara Mh. Karmazburgaz Cd. Yıldırım Bulvarı No: 7B
Etiler/Beşiktaş/İstanbul /T.C. 34398
Tic. Sic. No: 274999 Mersis No: 0849 0039 6048 0034
Büyükdere Mh. Karmazburgaz Cd. Yıldırım Bulvarı No: 7B
Etiler/Beşiktaş/İstanbul /T.C. 34398

firmalarından ithal edilmesi ve Türkiye’de veya yetkili bulunduğu diğer ülkelerde ruhsatlandırılma, jenerik ilaçların geliştirilmesi ve üretilmesi, üretilen jenerik ilaçların hem Türkiye hem de çeşitli ülkelerde ruhsatlandırılarak satılması, Türkiye’de ruhsatlı olmayan veya ruhsatlı olduğu halde çeşitli nedenlerle üretimi veya ithalatı yapılamayan ve T.C. Sağlık Bakanlığı’nca ithalat izni verilen reçete muhteviyatı ilaçları ithal edip satılması faaliyetlerini gerçekleştirmektedir.

Gen, Ankara’da bulunan 40.000 m2 alana kurulmuş üretim tesisinde 2017 yılından bu yana kendi ürünlerini üretmekte olup, Türkiye içinde Ankara (Merkez), Ankara Fabrika ve Ankara Depo, İstanbul Şube, Üsküdar Şube, İzmir, Trabzon ofislerinde 20 yılı aşkın bir süredir faaliyet göstermektedir. Ayrıca, yurtdışında Azerbaycan, Kazakistan, Özbekistan ve Rusya temsilcilik ofisleri ile 2020 yılı itibarıyla faaliyete geçen Almanya şubesinde faaliyet göstermektedir.

Şirket, kuruluşundan bu yana sayısı giderek artan 10 farklı ülkeden 20 iş ortağı ile çalışmakta olup, bu firmalara ait ürünlerin ithalatı, satış ve pazarlamasını yapmaktadır. Şirket’in işbirliği yaptığı firmalar aşağıda yer almaktadır.

Tablo 3: İş Ortaklıkları

Ülke	Şirket
Amerika Birleşik Devletleri	Sarepta Therapeutics Inc, Albireo Pharma, Inc,
Almanya	Oncoscience GmbH
Avustralya	Pharmaxis Ltd.
Birleşik Krallık	Amicus Therapeutics UK Limited, Eisai Europe Limited, EUSA Pharma (UK) Limited, Orchard Therapeutics (Europe) Limited,
Çin	Shuyang Pharmaceutical Co., Ltd.
Fransa	IPSEN SAS ve Recordati Rare Diseases
Hindistan	Bharat Biotech International Limited
Hollanda	Alnylam Netherlands B.V.
İsviçre	Adienne SA, Biogen Idec International GmbH, BioMarin International Limited, HELSINN Healthcare SA ve Incyte Biosciences International Sàrl
İrlanda	Jazz Pharmaceuticals Ireland Limited ve PTC Therapeutics International Limited

Kaynak: Şirket

Şirket’in 31.12.2020 tarihi itibarıyla üretim ve satış rakamları bilgisi aşağıda sunulmaktadır:

- Gen, kendi fabrikası’nda ürettiği ve ayrıca fason olarak üretilen toplam 17 adet eşdeğer ürünün ruhsatına sahiptir. 2020 yılı içerisinde bu ürünlerden toplam 2.300.000 kutu ilaç üretilmiş olup bunun 2.138.155 adedi yurt içi ve yurt dışı pazarda satılmıştır. Bu satışın karşılığında toplamda yaklaşık 44.500.000,00-TL satış hasılatı elde edilmiştir. Şirket’in halihazırda “fason ürettiren” olarak 17 ürün için 6 adet akdedilmiş sözleşmesi bulunmaktadır.

Ruhsatlı ilaçlar

Gen'in yurtdışında bir ilaç firmasından Türkiye ve bazen birden fazla ülke için distribütörlük anlaşması imzalaması neticesinde Türkiye'de ruhsatlandırılması yaptığı orijinal ilaçlardır. Ülkemizde ilaçların ruhsatlandırma işlemleri, 19.01.2005 tarihinde yürürlüğe giren ve en son 2013 yılında güncellenen Beşeri Tıbbi Ürünler Ruhsatlandırma Yönetmeliği hükümlerine göre yapılmaktadır. Ruhsatlar Gen'e ait olup, ilaçların SGK geri ödeme kapsamında Türkiye'de satış ve pazarlanmasına imkan tanınmaktadır. Ruhsatlandırma, detaylı incelemelerin yapıldığı bir süreç olup, başvuru tarihinden itibaren 2 yıla kadar uzayabilmektedir. Bu kategorideki ilaçlar, Sosyal Güvenlik Kurumu Sağlık Uygulama Tebliği'nde (SUT) belirtilen fiyatlar üzerinden satılabilmektedir.

Named Patient Program

Türkiye'de Türk Eczacılar Birliği (TEB) Yurt Dışından İlaç Temini Birimi; T.C. Sağlık Bakanlığı ile Türk Eczacıları Birliği arasında yurt dışından ilaç teminine ilişkin yapılan protokol çerçevesinde ilaç ithal eden iktisadi bir kuruluştur. Amaç; hastaların tedavisi için hekim tarafından gerekli görülerek reçeteye yazılan, ancak Türkiye'de ruhsatlı olmayan veya ruhsatlı olduğu halde çeşitli nedenlerle üretimi veya ithalatı yapılamayan ve T.C. Sağlık Bakanlığı'na ithalat izni verilen reçete muhteviyatı ilaçları ithal edip iyi dağıtım kurallarına uygun olarak hasta/hasta yakınına teslim etmektir. Bu kategorideki ilaçlar, aynı ruhsatlı ilaçlarda olduğu gibi yine Gen tarafından orijinatör firma ile yapılan bir bölgesel distribütörlük anlaşması ile temsil edilmektedir. Aynı ruhsatlı ilaçlarda olduğu şekilde devlet tarafından karşılanan Named Patient ilaçların ruhsatlı orijinal ilaçlardan önemli farkı, satış fiyatının döviz cinsinden olmasıdır.

Jenerik (Eşdeğer) İlaçlar:

Ruhsatlı ilaçlar ile Named Patient Program ilaçları bir Ar-Ge ve klinik araştırma süreci neticesinde belli bir hastalık üzerinde olumlu etkisi ispatlanmış, temeli patentli bir moleküle dayanan ve daha önce bir benzeri olmayan orijinal ilaçlardır. Orijinal ilaçlar dünya genelinde güçlü patentler ile korunur ve patent süresince benzerlerinin üretilip satılması mümkün değildir. Ancak patent süresinin sona ermesinin ardından, orijinali ile aynı temel etken maddeye sahip ve aynı formülasyonda üretilmiş benzerleri çeşitli firmalar tarafından piyasaya sürülebilir. Gen İlaç da, kendi niş alanlarına uygun olarak piyasaya süreceği jenerik ilaçların geliştirilmesi ve üretilmesi konusunda ciddi çaba göstermektedir. Üretilcek jenerik ilaçlar hem Türkiye hem de çeşitli ülkelerde ruhsatlandırılarak satılmaktadır.

D.1.2. Satış ve Dağıtım Kanalları:

Gen, imzalamış olduğu Lisansör Sözleşmeleri kapsamında orijinal ilaç üreticisinden aldığı lisansla o ilacı Bölgeye ithal etmek, ilacı Bölgede tek yetkili satıcı olarak satmak/dağıtmak hakkına sahiptir. Şirketin halihazırda 20 yabancı 2 yerli lisansör ile akdedilmiş ve yürürlükte bulunan Distribütörlük Sözleşmeleri mevcuttur. Yabancı lisansörler, ABD, Birleşik Krallık, İsviçre, İngiltere, İrlanda, Fransa, Almanya, Kanada, Çin, Hindistan, Avustralya, Güney Kore tabiiyetindedirler. Bu sözleşmeler bazen ruhsatlı bazen henüz Türkiye'de ruhsatı alınmamış ilaçlar ile ilgili olmaktadır. Her iki durumda da (ilişki

başlangıcında ya da ruhsat alınması vakti geldiğinde) ilaç ruhsatları Şirket adına alınmaktadır.

Şirket, kendi ürünleri için yabancı ya da yerli bir şirkete lisans ve distribütörlük verdiği, ve "lisansör" olduğu "Distribütörlük Sözleşmeleri" imzalamaktadır. Şirket, yabancı orijinal ilaç üreticileri ile yaptığı Distribütörlük Sözleşmeleri sayesinde 17 adet orijinal ürünün Türkiye'de satış, dağıtım için tek yetkili şirkettir.

Şirketin ticaretini yaptığı ürünlerin "ilaç/beşeri tıbbi ürünler" olmasından ve bu ürünlerden ruhsatlı ürünlerin münhasıran eczanelerde satılmasının, eczanelere veya diğer ecza depolarına ise ecza depoları veya eczacılar kooperatifi vasıtasıyla satılmasının zorunlu olmasından dolayı mevzuat gereği "Depo Satış Sözleşmeleri" imzalamaktadır. Ruhsatsız ürünler için Türk Eczacıları Birliği (TEB) ve Sosyal Güvenlik Kurumu (SGK) ile yapılan temin sözleşmeleri bulunmaktadır.

Şirketin halihazırda Alliance (Hedef), İstanbul Ecza Koop ve Bursa Ecza Koop başta olmak üzere Türkiye'nin belli başlı ecza depoları dahil toplamda 28 adet ecza deposu, 2 adet eczacılar kooperatifi ile akdedilmiş ve yürürlükte bulunan Depo Satış Sözleşmeleri mevcuttur.

D.2. COVID-19 Etkisi

Tüm dünyayı etkisi altına alan COVID-19 salgını, dünya çapında ürünlerin üretimi ve sevkiyatını olumsuz etkilemekte olup, yer yer gerek hammadde, gerekse de bitmiş ürün tedarikinde sıkıntı yaşanma riski gözlemlenmektedir. COVID-19 salgını, sağlık sektörünün öneminin daha iyi anlaşılmasına vesile olmuştur. Bu bağlamda sağlık ürün ve hizmetlerinin geliştirme, üretim, satış ve dağıtım alanlarında bir çok ülkede olağan dışı gelişmeler yaşanmıştır. Bu nedenle ürünlerin onaylanması, ruhsatlanması, üretilmesi ve serbestçe dolaşımını üzerinde etki yaratabilecek her türlü düzenleme ve gelişmeler önem arz etmektedir.

5. Sektör Hakkında Bilgi

A. Global Sektör Görünümü

Dünya Sağlık Örgütü tarafından 12 Mart 2020 tarihinde yapılan basın toplantısında, 11 Mart 2020 tarihi itibarıyla; 114 ülkede 118 vakanın görülmesi ve 4 bin 291 kişinin hayatını kaybetmesi nedeniyle, COVID-19 (Koronavirüs Salgını, Koronavirüs) küresel salgın anlamına gelen pandemi olarak ilan edilmiştir. Küresel tedarik zincirinde bozulma ile başlayan ve artan vaka sayılarıyla birlikte, dünyayı kapalı bir ekonomiye çeviren süreç sonucunda, Uluslararası Para Fonu (IMF) COVID-19 salgınının yol açtığı kriz nedeniyle dünya ekonomilerine ilişkin büyüme tahminlerini keskin bir şekilde aşağıya çekmiştir. Ocak 2021'de yayınlanan Dünya Ekonomik Görünüm Ocak Ayı Güncellemesi Raporu'nda, küresel ekonominin yüzde 3,5 oranında daralacağını öngörülmekle birlikte, 2021 yılının Nisan ayında yayınlanan Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'na göre, 2020 yılında dünya ekonomisi %3,3 oranında küçülmüştür. Aşağıdaki tabloda, 2021 yılının Nisan ayında yayınlanan Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'na göre, IMF'nin 2021-2022 yıllarına ilişkin dünya ekonomisinin büyümesine yönelik beklentileri yer almaktadır.

Tablo 4: IMF Büyüme Tahminleri

Ülke Grupları/Ülkeler: Büyüme Tahminleri (Yıllık Değişim, %)	Geçmiş Veriler			Tahminler (Nisan 2021 Raporu)	
	2018	2019	2020	2021	2022
Dünya	3,6	2,8	-3,3	6,0	4,4
Gelişmiş Ekonomiler	2,2	1,7	-4,7	5,1	3,6
- ABD	2,9	2,2	-3,5	6,4	3,5
- Euro Bölgesi	1,9	1,3	-6,6	4,4	3,8
Japonya	0,3	0,7	-4,8	3,3	2,5
Yükselen ve Gelişmekte Olan Ekonomiler	4,5	3,7	-2,2	6,7	5,0
- Asya	6,3	5,5	-1,0	8,6	6,0
- Çin	6,7	6,1	2,3	8,4	5,6
- Hindistan	6,1	4,2	-8,0	12,5	6,9
- ASEAN-5	6,1	4,9	-3,4	4,9	6,1
- Avrupa	3,2	2,1	-2,0	4,4	3,8
- Rusya	2,5	1,3	1,3	3,8	3,8
- Türkiye	3,0	0,9	1,8	6,0	3,5
- Latin Amerika ve Karayipler	1,1	0,0	-7,0	4,6	3,1
- Brezilya	1,3	1,1	-4,1	3,7	2,6
- Meksika	2,2	-0,3	-8,2	5,0	3,0
- Orta Doğu ve Orta Asya	1,8	1,4	-2,9	3,7	3,8
- Suudi Arabistan	2,4	0,3	-4,1	2,9	4,0
- Sahra Altı Afrika	3,2	3,2	-1,9	3,4	4,0
- Nijerya	1,9	2,2	-1,8	2,5	2,3
- Güney Afrika	0,8	0,2	-7,0	3,1	2,0

Kaynak: IMF 2021 Nisan Dünya Ekonomik Görünüm Raporu

KPMG tarafından 2020 yılı için hazırlanan İlaç Sektörel Bakış Raporu'nda ("KPMG Raporu") yer verilen değerlendirmelere göre, sektörün 2019 yılsonu yaklaşık büyüklüğü 1,3 trilyon USD seviyesindedir ve Amerika Birleşik Devletleri en büyük pazara sahiptir. 2013-2018 döneminde üretilen yeni ilaçların %65,2'sinin satıldığı ABD'yi; %17,7'lik payla Almanya, Fransa, İtalya, İspanya ve Birleşik Krallık beşlisinin oluşturduğu Avrupa pazarları izlemektedir. İçinde ülkemizin de bulunduğu ve 21 ülkeyi kapsayan "ilaçta gelişen pazarlar" (Pharmerging Markets) grubunun aldığı pay ise %1,5 seviyesinde gerçekleşmiştir.

2018 yılına göre %4 büyüyen dünya ilaç sektörünün, 2020-2023 döneminde ortalama %4,5 oranında büyüyerek 1,5 trilyon USD seviyesini aşması beklenmektedir. Bu büyüme ivmesinin sermaye birikiminin de desteğiyle gelişmiş ekonomiler öncülüğünde sağlanacağını tahmin edildiği ifade edilmektedir. Öte yandan, 2014-2018 döneminde sırasıyla %11,4, %7,3 ve %11,2 oranında büyüyen Brezilya, Çin ve Hindistan pazarlarının da bu harekete katkı vereceği değerlendirilmektedir.

Grafik 2: Küresel İlaç Pazarı ve Büyüme Tahminleri

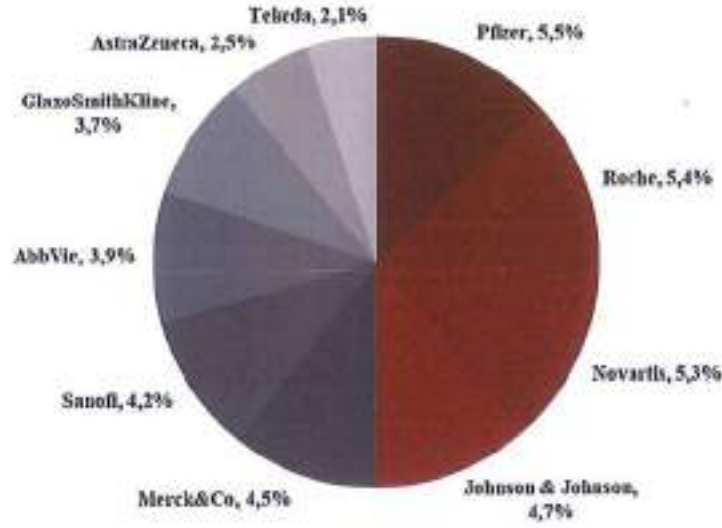


Kaynak: KPMG Dünya'da İlaç Sektörü Raporu, 2020

İlaç sektörü, insan sağlığına yönelik doğrudan etkisi nedeniyle sıkı bir gözetim ve denetimlere tabi tutulan bir sektördür. Gözetim ve denetim süreçleri yer yer kamu otoritelerinin fiyat müdahalelerine kadar uzanırken, şirket kârlılıkları da bu çerçevede sınırlanabilmekte; sektörün hassasiyeti ve tabi olduğu denetimler, yeni ürünlerin tüketicilere sunulması sürecinin de başka sektörlerle kıyasla çok daha uzun olmasına yol açmaktadır. Yeni bir ürünün patent başvurusundan satışa hazır hale gelmesine kadar geçen süre ortalama 12-13 yılı bulabilmektedir. Bu süreçte, yaklaşık laboratuvar sentezinden geçirilen her 10.000 içerikten sadece bir ya da ikisi tüm kontrol aşamalarını geçebilmekte ve bu bağlamda, yeni bir ürünün Ar-Ge harcamasının ortalama 2 milyar Avro olduğu hesaplanmaktadır. Sektör, bu açıdan yeni girişin oldukça zor olduğu yüksek bir yatırım ve sermaye gereksinimi tabanı üzerine oturan bir durumdadır.

Dünya ilaç pazarında en büyük on firmanın toplam pazar payı 2018 yılında %41.7 olurken, lider Pfizer'in 2018 satış büyüklüğü 45 milyar dolar olup pazar payı %5.5'tir. İkinci sıradaki Roche, 45 milyar dolar satışa ve %5.4 pazar payına sahiptir. Üçüncü sıradaki Novartis ise 44 milyar dolar satışa sahip olup %5.3'lük pazar payına sahiptir. Sektörün SWOT analizi Tablo 5'te gösterilmiştir.

Grafik 3: İlaç Şirketlerinin Pazar Payları (%)



Kaynak: KPMG Dünya'da İlaç Sektörü Raporu, 2020

Tablo 5: Sağlık Sektörü SWOT Analizi

Güçlü Yönler	Fırsatlar
Düşük talep esnekliği ve yüksek kârlılık	Yukarı yönlü seyreden nüfus ve (hem yurt içi hem de yurt dışı kaynaklı) talep trendleri
İnovasyon gücü ve tüketici üzerindeki hakimiyet	Sağlık turizmi ve devlet teşvikleri
Kamu otoritelerinin değişim taleplerine hızlı adaptasyon kabiliyeti	Yurt içi üretimi desteklemek üzere yapılan düzenlemeler
Görece güçlü yerel üretim kapasitesi ve yüksek teknoloji kullanımı ile nitelikli işgücü çekebilme kabiliyeti	Gelişen teknoloji ile hızlanan ve görece ucuzlayan Ar-Ge süreçleri
Referans fiyat uygulaması ve perakendeyi destekleyen düzenlemeler	Bakir ihracat mecralarına erişim imkanları
Zayıf Yönler	Tehditler
Sektörün ithalata bağımlılığı ve bunun getirdiği finansal kırılganlıklar	Hukuki düzenlemelerin yoğunluğu ve bu anlamda yapılan çalışmaların sürekliliği
Artan rekabet	Uzun soluklu ve yüksek maliyetli Ar-Ge faaliyetlerinin yeterince güçlenmesine imkan tanımazken uluslararası rekabette geride kalınmasına sebep olan görece düşük sermaye birikimi
Fiyatların baskılanması yönünde artan talepler	En büyük alıcı olan kamu kesiminin tasarruf tedbirleri
Özellikle ithal ilaçlarda yaşanabilen ruhsatlandırma sorunları	Korona virüsünün özellikle tedarik zinciri üzerindeki olumsuz etkileri

Kaynak: KPMG Dünya'da İlaç Sektörü Raporu, 2020

İlaç Türleri:

1. Referans-Eşdeğer İlaçlar

- **Referans İlaçlar:** İnovatör firma tarafından geliştirilerek patent koruması altında pazara verilen ilk üründür. Koruma süreleri bittikten sonra bu ürünler referans alınarak eşdeğer ilaçlar üretilir.
- **Eşdeğer İlaçlar:** Referans ilaçlarla aynı özelliklere sahip olduğu, dolayısıyla, hasta üzerinde aynı tedaviyi sağladığı bilimsel çalışmalarla kanıtlanan ve referans ilaçların koruma süreleri bittikten sonra satışa sunulan ürünlerdir. Bir eşdeğer ilaç, referansıyla aynı etkinlik, kalite ve güvenilirliktedir.

2. Biyoteknolojik İlaçlar

Biyoteknolojik ilaçlar canlı sistem ve organizmalar kullanılarak üretilen ilaçlardır. Biyoteknolojik ilaçların geliştirilmesi ve üretilmesi önemli bir inovasyon, teknolojik birikim ve yatırım gerektirmektedir.

- **Referans Biyoteknolojik İlaç:** İnovatör firma tarafından pazara sunulan ilk biyoteknolojik ilaçtır.
- **Biyobenzer İlaç:** Referans biyoteknolojik ürünlere kıyasla kaliteleri, etkililikleri ve güvenlilikleri açısından yüksek benzerlik göstererek onaylanan ilaçlardır.

3. Yetim ilaçlar

- Yaşamı tehdit eden ya da engellilik yaratan nadir hastalıkların teşhisi, önlenmesi ya da tedavisi için kullanılan beşeri tıbbi ürünleri tanımlamaktadır.

Grafik 4: Dünya Reçeteli İlaç Satışlarının Dağılımı ve Tahminler (milyar Dolar)



Kaynak: EvaluatePharma World Preview 2020, Outlook to 2026

"EvaluatePharma World Preview 2020" raporuna göre, 2012-2019 yılları arasında %2,7 YBBO elde eden reçeteli ilaç satışlarının, 2020-2026 yılları arasında %7,4 YBBO kaydederek, toplamda 1,4 trilyon USD mertebesinde satış büyüklüğüne ulaşılacağı varsayılmaktadır. Yukarıda yer alan tabloda görüleceği üzere, 2020 yılında Jenerik İlaçlar %9, Yetim İlaçlar %15 ve diğer ilaçlar %76'lık pay almıştır. 2026 yılında bu karılımın; %7 Jenerik İlaçlar, %18 Yetim İlaçlar ve %75'lik kısmın Diğer şeklinde olacağı öngörülmüştür.

B. Türkiye Sektör Görünümü

TÜİK verilerine göre Türkiye ekonomisi, 2018 yılının tamamında %2,6 büyüme gerçekleştirmiştir. 2019 yılının son çeyreğinde finansal koşullardaki iyileşme ve kredilerdeki hareketlenme ile birlikte yurt içi talep kaynaklı olarak güç kazanmış ve yıl sonunda %0,9 oranında büyümüştür. Türkiye ekonomisi 2018 yılında, %2,6 oranında GSYH büyümesi ile dünyanın en büyük ekonomileri arasında 18. sırada yer alırken, 2019 yılsonunda 19. sırada yer almıştır. 2020 yılının ilk çeyreğinde %4,5 seviyesinde gerçekleşen GSYH büyümesi, 2020 yılının tamamında, bir önceki yılın aynı dönemine göre %1,8 oranında artış göstermiştir.

İlaç Endüstrisi İşverenler Sendikası ("İESS") tarafından son yayınlanan 2020 verilerine göre Türkiye ilaç pazarı, 2019 yılında değerinde %31,7'lik büyüme göstererek 40,7 milyar TL'ye, kutu ölçeğinde ise %3 büyüyerek 2,37 milyar hacme ulaşmıştır. Bu artışın büyük kısmı, fiyat artışlarından kaynaklanmıştır. 2019 yılı içerisinde ortalama fiyatlar, döviz kuruna bağlı fiyat güncellemelerinden kaynaklı %28 artış göstermiştir. 2020 yılında ise Türkiye ilaç pazarı, değerinde %17,7 oranında artış göstererek 47,9 milyar TL'lik bir büyüklüğe ulaşırken kutu ölçeğinde ise %7,2 oranında küçülerek 2,2 milyar hacme gerilemiştir.

Grafik 5: Türkiye İlaç Pazarı



Kaynak: İlaç Endüstrisi İşverenler Sendikası, İEİS

Eşdeğer ilaçlar, adet olarak satışların büyük kısmını oluştururken referans ilaçlar değer olarak satışlarda daha yüksektir. Bunun ana sebebi, orijinal ilaçların fiyat olarak daha

yüksek olmasıdır. 2019'da satılan ilaçların değer olarak %66,2'si referans ilaçlardan gelirken 2020 yılında bu oran %68 seviyesine yükselerek 32,7 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Kutu olarak incelendiğinde ise referans ilaçlar toplam satışların %39'una denk gelmektedir. Referans ilaçlar 2019 ve 2020 yıllarında 0,9 milyar kutu satış hacmine ulaşırken eşdeğer ilaçların hacmi ise 2019 yılında 1,4 milyar kutu, 2020 yılında ise 1,3 milyar kutu seviyesindedir.

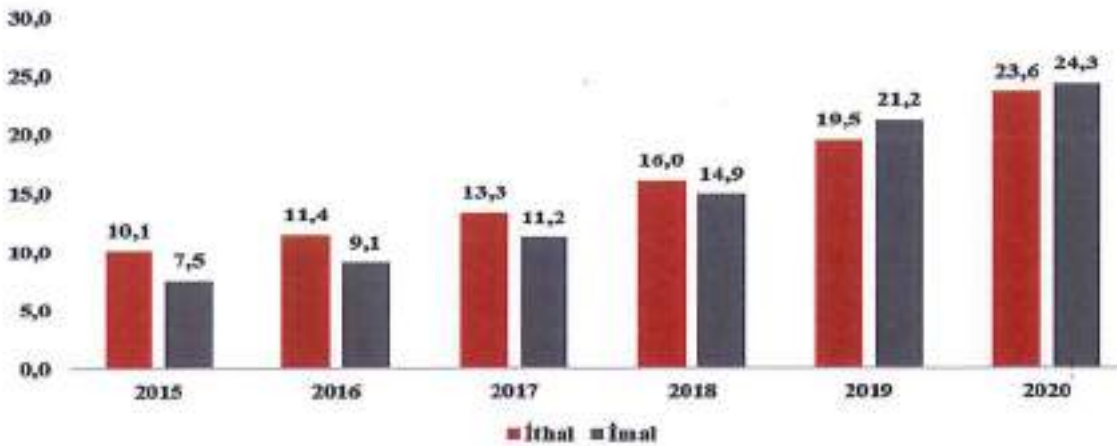
Grafik 6: Referans – Eş değer İlaç Satışları (milyar TL)



Kaynak: İlaç Endüstrisi İşverenler Sendikası, İEİS

İthal ilaç pazarında 2019 yılında değerde 19,5 milyar TL, kutuda ise 0,29 milyar kutu satış gerçekleşmiştir. 2020 yılında ise değerde 23,6 milyar TL, kutuda ise 0,3 milyar kutu ilaç satışı gerçekleşmiştir. Yurt içinde üretilen ilaçlar ise bu dönemde 21,2 milyar TL'ye ve 2,07 milyar kutu satışına ulaşmıştır. 2020 yılında ise yurt içinde üretilen ilaçlar 24,3 milyar TL değere 1,9 milyar kutuya ulaşmıştır. 2020 yılında satılan ilaçların içerisinde ithal ilaçlar değer olarak satışların %49,3'ünü oluştururken, kutu olarak %12,1'ine tekabül etmektedir.

Grafik 7: İthal - İmal İlaç Satışları (milyar TL)



Kaynak: İlaç Endüstrisi İşverenler Sendikası, İEİS

Tedavi gruplarına göre bakıldığında dünya trendlerine uygun olarak onkoloji ilaçları, %14,5 pay ile 2020 yılında pazarda değer bazında en çok satışa sahip tedavi grubu olmuştur. Kutu adedi olarak ise 2020 yılında kutu bazında en çok tüketilen tedavi grubu %10,5 pay ile kardiyovasküler olmuştur.

Biyoteknolojik ilaçlar, reçeteli ilaçların %17,2'sini oluşturarak 2019 yılında 7 milyar TL'ye ulaşmış ve 29,4 milyon kutu satış gerçekleşmiştir.

Grafik 8: Biyoteknolojik İlaçlar (milyon TL)



Kaynak: İlaç Endüstrisi İşverenler Sendikası, İEİS

Referans biyoteknolojik ilaçlar aynı dönemde 2019 yılında bir önceki yıla göre %24,2 oranında artışla 6,4 milyar TL'ye, biyobenzer ilaçlar ise aynı %113,4 oranında artış göstererek 611,8 milyon TL'ye ulaşmıştır. 2020 yılında ise referans ilaçlar 2019 yılına oranla göre %22,5 oranında artışla 7,8 milyar TL'ye, biyobenzer ilaçlar ise %48,3 oranında artış göstererek 907,1 milyon TL'ye ulaşmıştır.

Türkiye İlaç Pazarı'nda TÜİK dış ticaret istatistiklerine göre Avrupa Birliği (AB), Bağımsız Devletler Topluluğu (BDT), Kuzey Afrika ve Ortadoğu ülkeleri başta olmak üzere 169 ülkeye ihracat gerçekleştiren Türkiye ilaç endüstrisi ihracatı 2019 yılında 1,4 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir.

Kurulduğu andan itibaren istikrarlı ve hızlı bir şekilde büyüyen Gen, Ankara Temelli'de bulunan GMP sertifikalı fabrika'sında, Ankara (Merkez), İstanbul, İzmir, Trabzon, Azerbaycan, Kazakistan, Özbekistan ve Rusya temsilcilik ofislerinde çalışan toplam 375 kişilik çalışan kadrosu ve 10 farklı ülkeden 20 iş ortağı ile Türk ilaç endüstrisinin en hızlı büyüyen şirketi olarak, 20 yılı aşkın süredir başarıyla sürdürdüğü hizmetleri daha da yukarılamaya taşımaya devam edecektir.

6. Finansallar Hakkında Bilgiler

A. Kar veya Zarar Tablosu

31.12.2018, 31.12.2019 ve 31.12.2020 yıllarının özel bağımsız denetimden geçmiş konsolide gelir tablosu aşağıdadır.

Tablo 6: Kar veya Zarar Tablosu (TL)

	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide 01.01.31.12.2018	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide 01.01.31.12.2019	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide 01.01.31.12.2020	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide 01.01.31.03.2020	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide 01.01.31.03.2021
Kar veya Zarar Tablosu (TL)					
Hasılat	1.180.434.205	1.795.146.033	2.149.967.988	432.950.707	806.241.648
Satışlara Maliyeti (-)	1.008.506.180	1.486.550.525	-1.816.646.536	-377.954.027	-680.699.346
BRÜT KAR / ZARAR	171.928.025	308.595.508	333.321.452	54.996.680	125.542.302
Genel Yönetim Giderleri (-)	-23.550.786	-29.860.952	-38.221.977	-8.544.348	-15.484.628
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-62.696.888	-76.598.538	-72.556.769	-17.608.420	-20.838.240
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-2.450.962	-	-	-	-
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	39.524.935	17.472.640	-40.566.656	11.199.249	14.731.486
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-71.855.598	-47.633.211	-40.978.503	-4.386.277	-14.119.615
ESAS FAALİYET KARI / ZARARI	50.898.726	171.975.347	222.130.859	35.456.784	89.831.305
Yatırım Faaliyetlerindeki Gelirler	1.170.075	7.256.672	21.005.534	404.103	255.898
Yatırım Faaliyetlerindeki Giderler (-)	-6.428	-77.034	-7.408.397	-	-
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI / ZARARI	52.062.373	179.154.985	235.727.996	35.860.887	90.087.203
Finansman Gelirler	51.469.958	17.304.687	25.721.922	5.051.078	5.089.319
Finansman Giderleri (-)	-96.494.662	-37.383.845	-44.616.858	-12.362.135	-10.926.241
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI / ZARARI	7.037.669	159.075.827	216.833.060	28.749.810	84.250.281
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir / (Gideri)	-1.552.755	-16.632.522	-9.735.421	-4.750.984	-2.496.419
-Dönem Vergi Gideri	-5.415.200	-15.236.627	-4.392.927	-3.239.367	-2.651.063
-Ertelenmiş Vergi Geliri	3.862.445	-1.395.895	-5.342.494	-1.511.617	154.644

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Akmerkezi Mh. Kemerburgaz Cd. Katırcılar Sk. No: 7B
 Beşiktaş / İstanbul / Türkiye / 34398
 Tic. Sic. No: 274945 / Mersis No: 08540 0339 0000 0004
 Büyük Mükellefler V.D. 649 003 9504

Sürdürülen faaliyetler dönem karı (zararı)	8,484.914	142.443.305	207.097.639	23.998.826	81.753.862
Durdurulan Faaliyetler Dönem Karı/Zararı	1.039.407	674.746	-62.987	-	-
DÖNEM KARI/ZARARI	6.524.321	143.118.051	207.034.652	23.998.826	81.753.862
Dönem Karı/Zararının Dağılımı	6.524.321	143.118.051	207.034.652	23.998.826	81.753.862
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	636.703	1.180.304	-1.200.646	-258.386	-1.246.301
Ana Ortaklık Payları	5.887.620	141.937.747	208.235.298	24.257.212	83.000.163

Kaynak: Şirket, Finansal Tablolar

Net Satışların Faaliyet Alanına Göre Kırılımı

Şirket'in en önemli gelirlerini "Named Patient Program" ("NPP"), TITCK tarafından ise "Hasta Adına İlaç Temin (Tedarik) Programı kapsamında satılan ilaçlardan elde edilen gelirler oluşturmaktadır. 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 tarihlerinde sona eren dönemler itibarıyla NPP ilaçlarının satışlarından elde edilen gelirlerin toplam gelirlerin sırasıyla %72'sini, %76'sını ve %71'ini oluşturmuştur. 2021 yılının ilk çeyreğinde toplam satışların %78'ini NPP ilaçlar oluşturmaktadır. NPP ilaçlarından elde edilen net satış tutarı 2018 yıl sonunda 854,1 milyon TL, 2019 yıl sonunda 1.369,4 milyon TL ve 2020 yılında 1.530,9 milyon TL seviyesindedir. 31.03.2021 tarihi itibarıyla ise NPP ilaçların toplam satış tutarı 632 milyon TL seviyesindedir. NPP ilaçlarının ardından en yüksek satış geliri ithal ruhsatlı ilaçlardan elde edilmekte olup bu tutar 2018 yılında 285,4 milyon TL, 2019 yılında 367,1 milyon TL, 2020 yılında 460,9 milyon TL ve 2021 yılının ilk çeyreğinde 129,3 milyon TL seviyesindedir.

Tablo 7: Net satışların Faaliyet Alanlarına Göre Dağılımı

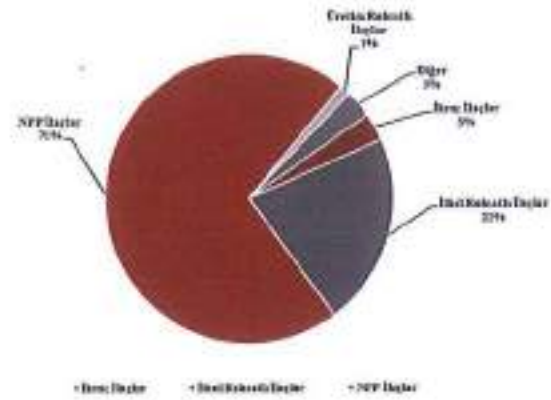
NET SATIŞLAR (TL)	2018	%	2019	%	2020	%	2021(1Ç)	%
İhraç İlaçlar	21.223.879	2%	21.950.521	1%	66.994.134	3%	33.884.928	4%
İthal Ruhsatlı İlaçlar	285.394.852	24%	367.137.131	20%	460.895.406	21%	129.319.502	16%
NPP İlaçlar*	854.121.675	72%	1.369.389.178	76%	1.530.913.408	71%	632.004.628	78%
Üretim Ruhsatlı İlaçlar	12.192.342	1%	19.438.669	1%	25.372.957	1%	7.524.503	1%
Diğer	7.501.458	1%	17.230.535	1%	65.792.083	3%	3.508.086	0%
TOPLAM	1.180.434.205	100	1.795.146.033	100	2.149.967.988	100	806.241.648	100

Kaynak: Şirket, Finansal Tablolar

*Sosyal Güvenlik Kurumu ("SGK") ile ilgili mevzuat gereklerine uygun olarak T.C. Sağlık Bakanlığı Türkiye İlaç ve Tıbbi Cihaz Kurumu ("TİTCK") tarafından ilan edilen Yurt Dışı İlaç Listesi'nde yer alan ve reçete bazında toplu olarak temin faaliyeti yurt dışında "Named Patient Program" ("NPP"), TİTCK tarafından ise "Hasta Adına İlaç Temin (Tedarik) Programı" olarak adlandırılmaktadır.

Grafik 9: 2020 Yılı Net Satışların Dağılımı

Yandaki grafikte Şirket'in 2020 yılı net satışlarının ürün bazında yüzdesel dağılımı yer almaktadır. Buna göre Şirket'in 2020 yılında net satışların dağılımı %71 oranında NPP ilaçlar, %22 oranında İthal ruhsatlı ilaçlar, %3 oranında ihraç ilaçlar, %1 oranında üretim ruhsatlı ilaçlar ve diğer şeklindedir.



Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Satışların Maliyeti

Şirket'in 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019, 31 Aralık 2020 ve 31 Mart 2021 tarihlerinde sona eren dönemlerde satışların maliyetini oluşturan unsurlar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 8: Satışların Maliyeti

(TL)	01.01.- 31.12.2018	01.01.- 31.12.2019	01.01.- 31.12.2020	01.01.- 31.03.2020	01.01.- 31.03.2021
Satılan Ticari Mallar Maliyeti	970.069.806	1.439.303.652	1.768.326.457	362.278.998	662.235.022
İlk Madde ve Malzeme Giderleri	22.195.454	26.519.644	18.283.759	9.215.666	8.918.005
Personel Giderleri	16.450.533	14.383.132	17.260.074	3.256.645	6.448.719
Genel Üretim Giderleri	5.460.162	12.997.530	21.345.557	5.802.249	8.092.164
Amortisman Giderleri	10.426.496	11.933.042	13.143.422	2.791.904	6.126.271
Yarı Mamul ve Mamullerdeki Değişim	-16.096.271	(18.586.475)	(21.712.733)	(5.391.525)	(11.120.835)
Toplam Faaliyet Giderleri	1.008.506.180	1.486.550.525	1.816.646.536	377.954.027	680.699.346

Kaynak: Şirket, Finansal Tablolar

Şirket'in brüt kâr marjı 2018, 2019 ve 2020 yıl sonlarında sırasıyla %14,6, %17,2 ve %15,5 olarak gerçekleşmiştir. Brüt karlılıkta 2020 yılında yaşanan düşüşün ana nedeni, senenin ikinci yarısında yaşanan ani kur artışıdır. Kur artışı ile fiyat geçişi arasındaki geçen süre zarfında İthal Ruhsatlı İlaçlar kalemi olumsuz etkilenmiştir. 2021 yılı Mart ayı itibarıyla Şirket'in brüt kar marjı %15,6 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Tablo 9: Brüt Kar Marjı

	01.01.- 31.12.2018	01.01.- 31.12.2019	01.01.- 31.12.2020	01.01.- 31.03.2020	01.01.- 31.03.2021
Net Satışlar (TL)	1.180.434.205	1.795.146.033	2.149.967.988	432.950.707	806.241.648
Satışların Maliyeti (TL)	-1.008.506.180	-1.486.550.525	-1.816.646.536	-377.954.027	-680.699.346
Brüt Kar (TL)	171.928.025	308.595.508	333.321.452	54.996.680	125.542.302
Brüt Kar Marjı (%)	14,6%	17,2%	15,5%	12,7%	15,6%

Kaynak: Şirket, Finansal Tablolar

Genel Yönetim Giderleri

Şirket'in genel yönetim giderleri içerisinde en büyük payı personel giderlerinden oluşmakta olup personel giderleri 2018 yıl sonu itibarıyla 8,8 milyon TL, 2019 yıl sonunda 11,6 milyon TL ve 2020 yılında 14,5 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket'in 2020 yıl sonu itibarıyla personel giderlerinden sonraki en büyük gideri danışmanlık giderleridir. 2021 yılı Mart ayı itibarıyla genel yönetim giderleri içerisinde personel giderleri 5,1 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Personel giderlerini 3 milyon TL ile danışmanlık giderleri takip etmiştir.

Tablo 10: Genel Yönetim Giderleri

(TL)	01.01.- 31.12.2018	01.01.- 31.12.2019	01.01.- 31.12.2020	01.01.- 31.03.2020	01.01.- 31.03.2021
Personel Giderleri	8.823.880	11.594.832	14.463.154	3.410.523	5.051.826
Danışmanlık Giderleri	5.123.838	4.761.652	5.695.036	1.343.999	3.005.602
Amortisman Giderleri	1.431.492	2.723.700	4.028.450	935.946	2.781.638
Sigorta Giderleri	1.674.371	1.788.788	1.856.469	326.713	617.804
Dışarıdan Sağlanan Fayda ve Hizmetler	1.181.089	1.074.599	1.699.408	295.109	655.140
Vergi, Resim ve Harçlar	766.846	1.408.959	1.269.981	254.159	420.865
Analiz ve Test Giderleri	400.840	895.500	1.171.644	148.193	578.213
Bakım Onarım Giderleri	410.329	464.653	701.061	93.664	93.410
Enerji Giderleri	422.401	477.156	632.804	137.337	365.892
Akıryakıt Giderleri	160.686	600.620	472.744	129.334	140.327
Personel Yemek Giderleri	223.408	373.555	467.654	166.158	325.272
Kira Giderleri	485.920	577.656	428.478	44.176	166.997
Haberleşme Giderleri	39.869	251.735	316.132	63.634	74.557
İhracat Giderleri	397.724	142.895	240.521	25.300	13.922
Seyahat Giderleri	658.274	716.274	237.385	109.516	87.380
Kartasiye Giderleri	249.442	238.843	226.021	72.815	72.926
Temsil ve Ağırılama Giderleri	94.285	196.984	180.586	36.668	66.637
Banka Masrafları	4.319	176.601	27.370	174.632	3.101
Eğitim Giderleri	7.790	38.139	3.856	866	4.500
Tanıtım Giderleri	66.754	57.541	1.042	1.042	-
Diğer giderler	927.329	1.300.270	4.102.181	774.564	958.619
Toplam	23.550.786	29.860.952	38.221.977	8.544.348	15.484.628

Kaynak: Şirket, Finansal Tablolar

Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri

Şirket'in faaliyet giderleri içerisinde en önemli giderlerden bir diğeri pazarlama, satış ve dağıtım giderleridir. Şirket'in 2018 yıl sonu itibarıyla 62,7 milyon TL, 2019 yıl sonunda 76,6 milyon TL ve 2020 yıl sonunda 72,6 milyon TL seviyesinde pazarlama, satış ve dağıtım gideri bulunmaktadır. 2021 yılının ilk çeyreğinde pazarlama, satış ve dağıtım gideri 20,9 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Pazarlama, satış ve dağıtım gideri içerisinde 2020 yıl sonunda %44 ile en yüksek payı personel giderleri almıştır.

Tablo 11: Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri

(TL)	01.01.- 31.12.2018	01.01.- 31.12.2019	01.01.- 31.12.2020	01.01.- 31.03.2020	01.01.- 31.03.2021
Personel Giderleri	21.800.843	24.252.174	32.071.205	6.767.900	8.951.539
Yurt dışı Giderleri	4.553.442	6.830.788	8.570.494	2.300.774	2.879.954
Tanıtım Giderleri	10.198.938	8.778.460	4.718.074	1.736.977	949.986
Medikal Destek Giderleri	1.288.221	2.174.176	4.143.191	729.565	1.281.535
Dışarıdan Sağlanan Fayda ve Hizmetler	902.970	1.367.797	2.829.669	621.766	564.259
Amortisman Giderleri	599.188	1.216.434	2.576.872	654.319	1.506.322
Sigorta Giderleri	1.073.412	3.063.108	2.449.351	353.240	877.012
İhraçat Giderleri	860.491	1.886.129	2.399.706	690.945	712.839
Kira Giderleri	4.009.285	4.020.087	1.944.981	470.531	536.106
Personel Yemek Giderleri	1.036.639	1.235.201	1.213.007	460.995	186.657
Seyahat Giderleri	4.315.818	6.933.134	938.516	583.600	226.808
Antrepo Giderleri	704.469	462.736	912.056	105.635	446.848
Akaryakıt Giderleri	1.519.701	1.403.752	740.337	302.118	182.586
Klinik ve Araştırma Gideri	1.183.638	5.206.392	509.728	108.076	265.429
Temsil ve Ağırhama Giderleri	606.935	706.306	333.202	101.597	84.837
Bakım Onarım Giderleri	258.414	205.040	323.783	174.878	75.821
Vergi, Resim ve Harçlar	735.859	474.757	322.076	132.992	159.303
Kartasiye Giderleri	162.685	276.036	236.940	64.582	29.811
Nakliye Giderleri	10.902	4.719	188.406	66.168	54.441
Enerji Giderleri	149.050	158.914	158.464	58.095	59.739
Haberleşme Giderleri	648.692	412.353	136.419	43.342	1.416
Tercüme Giderleri	170.738	49.009	104.314	12.565	18.435
Diğer Giderler	5.906.558	5.481.136	4.835.978	1.058.560	786.557
Toplam	62.696.888	76.598.638	72.556.769	17.608.420	20.838.240

Kaynak: Şirket, Finansal Tablolar

Faaliyet Giderleri

Şirket'in faaliyet giderleri genel yönetim giderleri, pazarlama, satış ve dağıtım giderleri, esas faaliyetlerden gelir ve giderlerden oluşmaktadır. Toplam faaliyet giderleri 2018 yılında 88,7 milyon TL, 2019 yılında 106,5 milyon TL, 2020 yılında 110,8 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 2021 yılının ilk çeyreğinde faaliyet giderleri 36,3 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Buna göre Şirket'in 2018, 2019 ve 2020 yılsonları ile 2020 ve 2021 yılının ilk çeyrekleri itibarıyla faaliyet kar marjları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

(TL)	01.01.- 31.12.2018	01.01.- 31.12.2019	01.01.- 31.12.2020	01.01.- 31.03.2020	01.01.- 31.03.2021
Net Satışlar (TL)	1.180.434.205	1.795.146.033	2.149.967.988	432.950.707	806.241.648
Faaliyet Giderleri (TL)	-88.698.636	-106.459.590	-110.778.746	-26.152.768	-36.322.868
Esas Faaliyet Karı	83.229.389	202.135.918	222.542.706	28.843.912	89.219.434
Faaliyet Kar Marjı (%)	7,1%	11,3%	10,4%	6,7%	11,1%

Kaynak: Şirket, Finansal Tablolar

FAVÖK (Brüt kar – Faaliyet giderleri + Amortisman)

Aşağıdaki tabloda Şirket'in FAVÖK ve FAVÖK marjına ilişkin bilgiler yer almaktadır. Buna göre FAVÖK, 31 Aralık 2018 tarihi itibarıyla sona eren mali dönemde 95,7 milyon TL seviyesinde iken 31 Aralık 2019 tarihinde 218 milyon TL, 31 Aralık 2020 tarihinde 242,3 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Buna göre Şirket'in FAVÖK marjı ilgili dönemler itibarıyla sırasıyla %8,1, %12,1 ve %11,3 olarak gerçekleşmiştir. 31.03.2021 tarihi itibarıyla FAVÖK 2020 yılının aynı dönemine göre 70,5 milyon TL artış göstererek 99,6 milyon TL seviyesine ulaşırken FAVÖK marjı da %12,4 seviyesine yükselmiştir.

Tablo 12: FAVÖK (Brüt Kar – Faaliyet Giderleri + Amortisman)

	01.01.- 31.12.2018	01.01.- 31.12.2019	01.01.- 31.12.2020	01.01.- 31.03.2020	01.01.- 31.03.2021
Brüt Kar (TL)	171.928.025	308.595.508	333.321.452	54.996.680	125.542.302
Faaliyet Giderleri (TL)	-88.698.636	-106.459.590	-110.778.746	-26.152.768	-36.322.868
Amortisman	12.457.176	15.873.176	19.748.744	4.382.259	10.414.231
FAVÖK	95.686.565	218.009.094	242.291.450	33.226.171	99.633.665
Favök Marjı	8,1%	12,1%	11,3%	7,7%	12,4%

Kaynak: Sirket, Finansal Tablolar

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler

Şirket'in esas faaliyetlerden diğer gelirleri 2018 yılında 39,5 milyon TL, 2019 yılında 17,5 milyon TL ve 2020 yılında 40, milyon TL seviyesindedir. 2021 yılının ilk çeyreğinde ise esas faaliyetlerden diğer gelirler bakiyesi 14,7 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket'in esas faaliyetlerden diğer gelirlerini ticari nitelikli kur farkı geliri, ticari nitelikli faiz gelirleri, konusu kalmayan şüpheli alacak karşılıkları, reeskont faiz geliri, konusu kalmayan dava karşılıkları ve diğer gelirler oluşturmaktadır.

Tablo 13: Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler

(TL)	01.01.- 31.12.2018	01.01.- 31.12.2019	01.01.- 31.12.2020	01.01.- 31.03.2020	01.01.- 31.03.2021
Ticari Nitelikli Kur Farkı Geliri	36,765.849	13,467.795	33,439.449	5,024,544	13,015,629
Ticari Nitelikli Faiz Gelirleri	-	733.996	-	-	-
Konusu Kalmayan Şüpheli Alacak Karşılıkları	485.116	313.762	4,373.494	3,213,527	596.891
Reeskont Faiz Geliri	-	670.828	633.104	739,818	816.544
Konusu Kalmayan Dava Karşılıkları	-	-	14,183	14,183	-
Diğer	2,273.970	2,286.259	2,106.426	2,207,177	302,422
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	39,524,935	17,472,640	40,566,656	11,199,249	14,731,486

Kaynak: Şirket, Finansal Tablolar

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler

Şirket'in esas faaliyetlerden diğer giderleri 2018 yılında 71,9 milyon TL, 2019 yılında 47,6 milyon TL ve 2020 yılında ise 41 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 31 Mart 2021 tarihi itibarıyla esas faaliyetlerden diğer giderler 14,1 milyon TL seviyesindedir. Şirket'in esas faaliyetlerden diğer giderlerini ticari nitelikli kur farkı gideri, şüpheli alacak karşılık gideri, dava karşılık gideri, reeskont faiz gideri, giderleştirilen alacaklar, şerhiye değer düşüklüğü ve diğer giderler oluşturmaktadır.

Tablo 14: Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler

(TL)	01.01.- 31.12.2018	01.01.- 31.12.2019	01.01.- 31.12.2020	01.01.- 31.03.2020	01.01.- 31.03.2021
Ticari Nitelikli Kur Farkı Gideri	63.925.642	21.553.912	37.558.420	2.594.073	10.520.841
Şüpheli Alacak Karşılık Gideri	694.711	7.392.363	1.999.970	1.776.937	420.193
Dava Karşılık Gideri	327.201	192.882	-	-	2.096.720
Reeskont Faiz Gideri	936.763	58.420	626.314	215.367	169.761
Giderleştirilen Alacaklar	2.616.247	-	-	-	-
Serfiye Değer Düşüklüğü	-	16.020.114	-	-	-
Diğer	3.355.034	2.415.520	793.799	-	912.100
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	71.855.598	47.633.211	40.978.503	4.586.377	14.119.615

Kaynak: Şirket, Finansal Tablolar

Karlılık Analizleri

Şirket'in operasyonel karlılığına yönelik oranlar aşağıdaki tabloda özetlenmiş olup FAVÖK (Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar) hesaplanırken brüt kardan faaliyet giderleri çıkarılmış ve amortisman eklenmiştir.

Tablo 15: Operasyonel Karlılık Oranları

Operasyonel Marjlar	01.01.- 31.12.2018	01.01.- 31.12.2019	01.01.- 31.12.2020	01.01.- 31.03.2020	01.01.- 31.03.2021
Net Satışlar (TL)	1.180.434.205	1.795.146.033	2.149.967.988	432.950.707	806.241.648
Satışların Maliyeti (TL)	-1.008.506.180	-1.486.550.525	-1.816.646.536	-377.954.027	-680.699.346
Brüt Kar (TL)	171.928.025	308.595.508	333.321.452	54.996.680	125.542.302
Brüt Kar Marjı (%)	14,6%	17,2%	15,5%	12,7%	15,6%
Net Satışlar (TL)	1.180.434.205	1.795.146.033	2.149.967.988	432.950.707	806.241.648
Faaliyet Giderleri (TL)	-88.698.636	-106.459.590	-110.778.746	-26.152.768	-36.322.868
Esas Faaliyet Karı	83.229.389	202.135.918	222.542.706	28.843.912	89.219.434
Faaliyet Kar Marjı (%)	7,1%	11,3%	10,4%	6,7%	11,1%
Net Satışlar (TL)	1.180.434.205	1.795.146.033	2.149.967.988	432.950.707	806.241.648
Ana Ortaklık Net Karı (TL)	5.887.620	141.937.747	208.235.298	24.257.212	83.000.163
Net Kar Marjı (%)	0,5%	7,9%	9,7%	5,6%	10,3%
FAVÖK	95.686.565	218.009.094	242.291.450	33.226.171	99.633.665
Favök Marjı	8,1%	12,1%	11,3%	7,7%	12,4%

Kaynak: Şirket, Finansal Tablolar

Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler

Şirket'in yatırım faaliyetlerinden elde ettiği gelirler 2018 yılında 1,2 milyon TL, 2019 yılında 7,3 milyon TL ve 2020 yılında 21 milyon TL seviyesindedir, 2021 yılı Mart ayı itibarıyla yatırım faaliyetlerinden elde edilen gelirler 256 bin TL seviyesindedir.

Tablo 16: Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler

(TL)	01.01.- 31.12.2018	01.01.- 31.12.2019	01.01.- 31.12.2020	01.01.- 31.03.2020	01.01.- 31.03.2021
Yatırım Amaçlı Gayrimenkullerde Değer Artışları	-	-	18.797.497	-	-

Sabit Kaynak Satış Karı	517.075	6.347.485	1.035.573	102.704	-
Kira Gelirleri	653.000	889.729	1.079.175	227.119	255.708
Vadeli Mevduat Faiz Gelirleri	-	19.458	93.289	74.190	190
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1.170.075	7.256.672	21.005.534	404.103	255.898

Kaynak: Şirket, Finansal Tablolar

Yatırım Faaliyetlerinden Giderler

Şirket'in yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan giderleri 2020 yılında 7,4 milyon TL seviyesindedir. Şirket'in 31.03.2021 tarihi itibarıyla yatırım faaliyetlerinden giderleri bulunmamaktadır.

Tablo 17: Yatırım Faaliyetlerinden Giderler

(TL)	01.01.- 31.12.2018	01.01.- 31.12.2019	01.01.- 31.12.2020
Maddi Duran Varlık Değer Düşüklüğü Zararı	-	-	4.280.000
Bağlı Ortaklık Satış Zararı	-	-	3.128.397
Sabit Kıymet Satış Zararı	6.428	77.034	-
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	6.428	77.034	7.408.397

Kaynak: Sirket, Finansal Tablolar

Finansal Gelirler

Şirket'in finansal gelirleri kur farkı gelirleri ile faiz gelirlerinden oluşmakta olup 2018 yıl sonunda 51,5 milyon TL, 2019 yıl sonunda 17,3 milyon TL, 2020 yıl sonunda 25,7 milyon TL ve 2021 yılının ilk çeyreğinde 5,1 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

Tablo 18: Finansal Gelirler

(TL)	01.01.- 31.12.2018	01.01.- 31.12.2019	01.01.- 31.12.2020	01.01.- 31.03.2020	01.01.- 31.03.2021
Kur Farkı Gelirleri	50.180.755	16.740.995	18.262.040	5.051.078	4.696.424
Faiz Gelirleri	1.289.203	563.692	7.459.882	-	392.895
Finansal Gelirler	51.469.958	17.304.687	25.721.922	5.051.078	5.089.319

Kaynak: Şirket, Finansal Tablolar

Finansal Giderler

Şirket'in finansman giderleri ise kur farkı giderleri, faiz giderleri ve diğer borçlanma giderlerini içermektedir. Finansman giderleri 2018 yıl sonunda 96,5 milyon TL, 2019 yılı sonunda 37,4 milyon TL, 2020 yıl sonunda 44,6 milyon TL ve 2021 yılının ilk çeyreğinde 10,9 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 19: Finansal Giderler

(TL)	01.01.- 31.12.2018	01.01.- 31.12.2019	01.01.- 31.12.2020	01.01.- 31.03.2020	01.01.- 31.03.2021
Kur Farkı Giderleri	78.775.212	21.420.020	27.278.272	5.999.001	7.092.865
Faiz Giderleri	17.719.450	15.170.695	15.601.897	6.008.634	3.677.783

Diğer Borçlanma Giderleri	-	793.130	1.736.689	154.520	155.593
Finansal Giderler	96.494.662	37.383.845	44.616.858	12.162.155	10.926.241

Kaynak: Şirket, Finansal Tablolar

Dönem Kârı

Şirket'in sürdürülen faaliyetler vergi öncesi kârı 2018 yılında 7 milyon TL, 2019 yılında 159,1 milyon TL, 2020 yılında 216,8 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 2018 yılında vergi gideri 1,5 milyon TL, 2019 yılında 16,6 milyon TL, 2020 yılında ise 9,7 milyon TL gerçekleşmiştir. Böylece sürdürülen faaliyetlerden elde edilen net kâr 2018 yılında 5,5 milyon TL, 2019 yılında 142,4 milyon TL ve 2020 yılında 207,1 milyon TL gerçekleşmiştir. Şirket, %90 oranında pay sahibi olduğu bağlı ortaklarından Gen Expo Dış Ticaret İthalat İhracat A.Ş.'deki hisselerinin tamamını Şirket'in ana ortağı olan Abidin Gülümüş'e devretmiştir. Gen Expo'dan elde edilen kar/zararın da eklenmesiyle birlikte net kâr 2018 yılında 6,5 milyon TL, 2019 yılında 143,1 milyon TL ve 2020 yılında 207 milyon TL gerçekleşmiştir. Ana ortaklık net karı ise 2018 yılında 5,9 milyon TL, 2019 yılında 141,9 milyon TL ve 2020 yılında 208,2 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Net kâr marjı da 2018 yılında %0,5, 2019 yılında %7,9, 2020 yılında %9,7 seviyesinde gerçekleşmiştir. 31.03.2020 tarihinde Şirket'in ana ortaklık net karı 24,3 milyon TL, net kar marjı ise %5,6 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2021 yılının ilk çeyreğinde ise geçen yılın aynı dönemine göre ana ortaklık net karı %242 seviyesinde artış göstermiş ve buna göre net kar marjı da %10,3 seviyesine yükselmiştir.

Tablo 20: Net Kar Marjı

	01.01.- 31.12.2018	01.01.- 31.12.2019	01.01.- 31.12.2020	01.01.- 31.03.2020	01.01.- 31.03.2021
Net Satışlar (TL)	1.180.434.205	1.795.146.033	2.149.967.988	432.950.707	806.241.648
Ana Ortaklık Net Karı (TL)	5.887.620	141.937.747	208.235.298	24.257.212	83.000.163
Net Kar Marjı (%)	0,5%	7,9%	9,7%	5,6%	10,3%

Kaynak: Şirket, Finansal Tablolar

Faiz Giderlerinin Karşılama Performansı

Şirket'in net faiz giderlerinin FAVÖK'e bölünmesi ile elde edilen faiz giderlerinin karşılama oranı 2018 yılında %18,5, 2019 yılında %7 ve 2020 yılında %6,4 seviyesindedir. 2020 ve 2021 yıllarının ilk üç aylık döneminde ise sırasıyla %18,1 ve %3,7 seviyesindedir.

Tablo 21: Faiz Giderlerinin Karşılama Performansı

	2018	2019	2020	31.03.2020	31.03.2021
Toplam Faiz Giderleri	17.719.450	15.170.695	15.601.897	6.008.634	3.677.783
FAVÖK	95.686.565	218.009.094	242.291.450	33.226.171	99.633.665
Net Faiz Gideri/FAVÖK	18,5%	7,0%	6,4%	18,1%	3,7%

Kaynak: Şirket, Finansal Tablolar

B. Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Durum Tablosu

Şirket'in 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020 ve 31.03.2021 tarihlerinde sona eren hesap dönemlerine ilişkin seçilmiş özel bağımsız denetimden geçmiş konsolide finansal tablo kalemleri aşağıda yer almaktadır.

Tablo 22: Varlıklar

Varlıklar (TL)	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide 31.12.2018	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide 31.12.2019	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide 31.12.2020	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide 31.03.2021
Nakit ve Nakit Benzerleri	5.934.388	53.683.803	58.650.155	19.144.208
Ticari Alacaklar	78.858.545	106.672.228	128.612.134	152.709.346
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	3.285.217	2.421.190	1.461.630	7.725.704
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	75.573.328	104.251.038	127.150.484	144.983.642
Diğer Alacaklar	61.249.420	64.584.529	126.708.297	141.079.467
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	40.321.302	43.402.075	100.538.689	115.681.153
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	20.928.118	21.182.454	26.169.608	25.398.314
Stoklar	98.989.063	126.994.466	322.122.191	204.480.601
Peşin Ödenmiş Giderler	10.419.712	11.821.066	12.683.468	20.017.489
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	-	545.355	545.956	-
Diğer Dönen Varlıklar	11.401.636	10.242.590	12.690.127	16.345.655
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR	266.852.764	374.544.037	642.012.328	553.776.766
Finansal Yatırımlar	1.378.012	1.378.012	1.903.195	1.903.195
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	8.175.000	8.175.000	27.506.834	27.506.834
Maddi Duran Varlıklar	120.672.902	159.974.517	353.601.661	366.573.006
Şerefiye Dışındaki Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3.436.913	4.293.293	20.949.289	23.720.173
Peşin Ödenmiş Giderler	25.326	10.040	11.050.000	13.300.000
Ertelenmiş Vergi Varlığı	12.075.952	11.857.150	1.218.686	1.475.264
TOPLAM DURAN VARLIKLAR	145.764.105	185.688.012	416.229.665	434.478.472
AKTİF TOPLAMI	412.616.869	560.232.049	1.078.241.993	988.255.238

Kaynak: Şirket, Finansal Tablolar

Şirket'in dönen varlıkları nakit ve nakit benzerleri, ticari alacaklar, diğer alacaklar, stoklar, peşin ödenmiş giderler, cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar ve diğer dönen varlıklardan oluşmaktadır. Şirket'in dönen varlıkları 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 tarihleri itibarıyla sırasıyla 266,9 milyon TL, 374,5 milyon TL, 662 milyon TL tutarındadır. 31.03.2021 tarihi itibarıyla ise Şirket'in dönen varlıkları 553,8 milyon TL seviyesindedir. Şirket'in dönen varlıkları, 2019 yılında 2018 yılına oranla %40,4 oranında artış gösterirken, 2020 yılında 2019 yılına oranla %76,8 oranında artış göstermiştir.

Şirket'in 2018 yıl sonunda dönen varlıklarının %29,6'sını ticari alacaklar oluştururken, 2019 yılında %28,5'ini ve 2020 yılında %19,4'ünü ticari alacaklar oluşturmuştur. 2021 yılının ilk çeyreğinde ise toplam dönen varlıkların %27,6'sını ticari alacaklar oluşturmuştur. 2018 yılında Şirket'in stokları toplam dönen varlıklar içerisinde %37,1'lik paya sahip iken 2019 yılında %33,9, 2020 yılında %48,7 ve 2021 yılının ilk çeyreğinde %36,9'luk bir paya sahiptir. Stokların ardından dönen varlıklar içerisinde en büyük pay ticari alacaklara aittir. 2018 yılında nakit ve nakit benzerlerinin toplam dönen varlıklar içerisindeki payı %2,2 iken 2019 yılında bu oran %14,3, 2020 yılında ise %8,9 ve 2021 yılının ilk çeyreğinde %3,5 seviyesinde gerçekleşmiştir. Diğer alacakların ise dönen varlıklar içerisinde payı ilgili dönemler itibarıyla sırasıyla %23, %17,2, %19,1 ve %25,5 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Şirket açısından 2019 ve 2020 yılı büyüme ve karlılık açısından olumlu geçmiş olup, satışlarda ve karlılıkta ciddi artışlar gözlenmiştir. Bu büyümeye bağlı olarak, Şirket'in hazır değerleri büyümüş, işletme sermayesi kalemleri olan ticari alacak, stok ve ticari borç kalemlerinde satışlardaki artış ile uyumlu bir büyüme gözlemlenmiştir.

Peşin ödenmiş giderlerdeki artışlar ise Ankara Mustafa Kemal Mahallesi'nde yeni satın alınan arsanın müteahhidine inşaat için verilen avanslardan oluşmaktadır.

Nakit ve Nakit Benzerleri

Şirket'in nakit ve nakit benzeri varlıkları, 2018 yıl sonunda 5,9 milyon TL, 2019 yıl sonunda 53,7 milyon TL ve 2020 yıl sonunda 58,7 milyon TL seviyelerindedir. 31 Mart 2021 tarihi itibarıyla Şirket'in nakit ve nakit benzeri varlıkları 19,1 milyon TL seviyesindedir. Nakit ve nakit benzeri varlıklardaki artış, şirketin faaliyetlerinden gelen karlılıktan kaynaklanmaktadır.

Kısa Vadeli Ticari Alacaklar

Ticari alacaklar 31 Aralık 2019 tarihi itibarıyla, 2018 yıl sonundaki 78,9 milyon TL seviyesinden 27,8 milyon TL artışla 106,7 milyon TL seviyesine yükselmiştir. 2020 yılında ise 2019 yılına kıyasla 21,9 milyon TL artış ile 128,6 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket'in 2018 yılında ilişkili taraflardan olan ticari alacakları toplam ticari alacakların %4,2 iken 2019 yılında %2,3 ve 2020 yılında %1,1 oranında gerçekleşmiştir. Şirket'in 2018, 2019 ve 2020 yıllarında ticari olmayan alacaklarının ortalama %97,5'i ilişkili olmayan taraflardan ticari alacaklardan oluşmuştur. Şirket'in 31 Mart 2021 tarihi itibarıyla kısa vadeli ticari alacakları 152,7 milyon TL seviyesindedir. Ticari alacakların %5'lik kısmını oluşturan 7,7 milyon TL'lik kısmı ilişkili taraflardan olan ticari alacaklar iken %95'lik kısmı ilişkili olmayan taraflardan olan ticari alacaklardan oluşmaktadır.

Stoklar

Şirket'in stokları 2018 yıl sonunda 99 milyon TL, 2019 yıl sonunda 127 milyon TL ve 2020 yıl sonunda 322 milyon TL seviyelerindedir. Şirket, satış hedeflerini tutturulabilmek ve aynı zamanda hastaların mağduriyet yaşamasını önleyebilmek amacıyla 3 aylık stok yükü taşımaktadır. Bu yükümlülük hem stok rakamındaki hem de ticari borçlar

rakamındaki artışın ana sebebini oluşturmaktadır. 2021 yılının ilk çeyreğinde stoklar 204,5 milyon TL seviyesindedir.

Duran Varlıklar

Şirket'in duran varlıklarını, finansal yatırımlar, yatırım amaçlı gayrimenkuller, maddi ve maddi olmayan duran varlıklar, peşin ödenmiş giderler ve ertelenmiş vergi varlığı oluşturmaktadır. 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019, 31 Aralık 2020 yıl sonları ile 31 Mart 2021 tarihi itibarıyla aktif büyüklüğünün sırasıyla %35,3, %33,1, %38,6 ve %44'ünü duran varlıklar oluşturmaktadır. Şirket'in duran varlıkları 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019, 31 Aralık 2020 tarihleri itibarıyla sırasıyla 145,8 milyon TL, 185,7 milyon TL, 416,2 milyon TL iken 31.03.2021 tarihi itibarıyla 434,5 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

Maddi Duran Varlıklar

Maddi duran varlıklar, 2018 yılında 120,7 milyon TL seviyesinde iken 2019 yılında 160 milyon TL, 2020 yılında 353,6 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket'in 31 Mart 2021 tarihi itibarıyla 366,8 milyon TL tutarında maddi duran varlığı bulunmaktadır. Şirket'in maddi duran varlıkları 2018 yılında toplam duran varlıkların %82,8'ini oluştururken, 2019 yılında %86,2'sini, 2020 yılında %85'ini ve 2021 yılının ilk çeyreğinde %84,4'ünü oluşturmuştur. Maddi duran varlıkların toplam aktifler içerisindeki payı ise 2018, 2019 ve 2020 yıl sonları ile 2021 yılının ilk çeyreğinde sırasıyla %29,2, %28,6, %32,8 ve %37,1 seviyesinde gerçekleşmiştir.

2019 ve 2020 yıllarında maddi duran varlıklardaki artışın en büyük nedeni, 2018 yılında yaşanan kur artışıyla birlikte araç kiralamalarındaki yüksek tutarlar sebebiyle Şirket bünyesine 170 adet yeni araç alımı ve fabrika bünyesinde devam edilen yatırımlarda kullanılmak üzere satın alınan cihazlardır. Bunun yanı sıra Şirket, Ankara Mustafa Kemal Mahallesi'nde 16 milyon TL bedel değerinde bir arsa satın almıştır. Ayrıca, Lal Değerleme firması tarafından yapılan gayrimenkul, taşıt ve makine tesisat değerlendirme farklılığından oluşan rakamlar da maddi duran varlıkların değerinin artmasına sebep olmuştur.

Şirket'in sahip olduğu binaların ve makine ekipmanların gerçeğe uygun değeri, SPK tarafından yetkilendirilmiş Lal Gayrimenkul Değerleme ve Müşavirlik A.Ş. tarafından hazırlanan değerlendirme raporları ile tespit edilmiştir.

Tablo 23: Kaynaklar

	Özel Bağımsız Denetimden	Özel Bağımsız Denetimden	Özel Bağımsız Denetimden	Özel Bağımsız Denetimden
	Gecmiş Konsolide	Gecmiş Konsolide	Gecmiş Konsolide	Gecmiş Konsolide
	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2021
Kısa Vadeli Borçlanmalar	63.095.866	16.330.202	50.531.573	28.334.182
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	33.714.089	29.200.226	60.243.828	53.567.855
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	9.676.251	6.736.380	9.452.131	8.542.205

Ticari Borçlar	105.622.196	141.629.046	305.327.803	201.264.570
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	3.251.177	6.890.756	12.933.105	18.953.367
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	102.371.019	134.738.290	292.394.698	182.311.203
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	3.325.104	4.365.952	3.060.160	9.514.085
Diğer Borçlar	5.844.197	1.341.678	229.515	6.801.247
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	2.767.028	1.426.543	47.387	1.428.106
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	2.077.169	315.135	182.128	5.373.141
Erelenmiş Gelirler	724.986	10.722.791	3.813.607	397.788
Dönem Karı Vergi Yükümlülükleri	4.970.027	10.023.774	313.267	1.247.680
Kısa Vadeli Karşılıklar	10.283.239	11.183.663	13.411.331	12.045.864
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	2.382.953	3.090.497	3.332.348	1.870.161
- Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	7.900.284	8.093.166	8.078.983	10.175.703
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4.012	-	-	-
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	237.259.967	241.933.712	448.383.175	321.715.476
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	51.880.823	46.982.243	42.167.719	33.723.862
Kiralamaya İşlenişlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	8.472.899	3.021.031	4.994.489	3.718.762
Erelenmiş Gelirler	149.713	-	-	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	2.266.467	2.811.470	4.894.969	5.221.033
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	2.266.467	2.811.470	4.894.969	5.221.033
Erelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	-	20.440.553	20.596.121
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	62.769.902	52.814.744	72.497.730	63.259.778
Ödenmiş Sermaye	50.000.000	50.000.000	50.000.000	250.000.000
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir	-1.900.731	-2.583.039	102.614.227	102.334.213
-Kar Veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak	-1.900.731	-2.583.039	102.614.227	102.334.213
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1.696.549	2.979.566	2.979.566	16.103.121
Geçmiş Yıllar Karları	55.362.330	51.143.047	193.080.794	152.742.537
Net Dönem Karı	5.887.620	141.937.747	208.335.398	83.000.163
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	111.045.768	243.477.321	556.909.885	604.080.034
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	1.541.232	2.006.272	451.203	-800.050
ÖZKAYNAKLAR	112.587.000	245.483.593	557.361.088	603.279.984
PASİF TOPLAMI	412.616.869	540.232.049	1.078.241.993	988.255.238

Kaynak: Şirket, Finansal Tablolar

Yabancı Kaynak Yapısı

Şirket, 2018 yılında varlıklarının %27,3'ünü özkaynak ile finanse ederken, 2019 yılında bu oran %43,8'e, 2020 yılında %51,7'ye yükselmiştir. 2021 yılının ilk çeyreğinde Şirket, toplam varlıklarının %61'ini özkaynakları ile finanse etmiştir. 2018 yılında toplam yabancı kaynakların %79,1'ini kısa vadeli yabancı kaynaklar oluştururken, 2019 yılında %83,2'sini, 2020 yılında ise %86,1'ini kısa vadeli yabancı kaynaklar oluşturmuştur. 31 Mart 2021 tarihi itibarıyla toplam kaynakların %32,6'sını kısa vadeli yükümlülükler oluşturmuştur.

Kısa Vadeli Yükümlülükler

Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri kısa vadeli borçlanmalar, uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları, kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler, ticari borçlar, ertelenmiş gelirler, çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar, dönem karı vergi yükümlülüğü, diğer borçlar, kısa vadeli karşılıklar ve diğer kısa vadeli yükümlülüklerden oluşmaktadır. Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri 2018 yılında 237,3 milyon TL, 2019 yılında 262 milyon TL, 2020 yılında 448,4 milyon TL ve 31 Mart 2021 tarihi itibarıyla 321,7 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Kısa vadeli yükümlülükler içinde kısa vadeli borçlanmaların oranı ilgili dönemler itibarıyla %26,6, %6,2, %11,3 ve %8,8 seviyesinde gerçekleşmiştir. Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımlarının kısa vadeli yükümlülükler içerisindeki payı ise 2018 yılında %14,2 2019 yılında %22,6, 2020 yılında %13,4 ve 2021 yılının ilk çeyreğinde %16,7 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Ticari Borçlar

Şirket'in ticari borçları 31 Aralık 2018'de 105,6 milyon TL, 31 Aralık 2019'da 141,6 milyon TL, 31 Aralık 2020'de 305,3 milyon TL olarak gerçekleşirken 31 Mart 2021 tarihi itibarıyla 201,3 milyon TL seviyesindedir. Ticari borçların tamamına yakın kısmı ilişkili olmayan taraflara ticari borçlardan oluşmaktadır. Ticari borçların kısa vadeli yükümlülükler oranı 2018, 2019 ve 2020 yıllarında sırasıyla %44,5, %54,1 ve %68,1 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in 31 Mart 2021 tarihi itibarıyla kısa vadeli yükümlülükler içerisinde ticari borçların oranı %62,6 seviyesindedir.

Uzun Vadeli Yükümlülükler

Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri uzun vadeli borçlanmalar, kiralama işlemlerinden yükümlülükler, uzun vadeli karşılıklar, ertelenmiş gelirler ve ertelenmiş vergi yükümlülüklerinden oluşmaktadır. Uzun vadeli yükümlülükler içerisinde en büyük payı 2018 yılında %82,7, 2019 yılında %89 ve 2020 yıllarında %58,2 pay ile uzun vadeli borçlanmalar almaktadır. 2021 yılının Mart sonu itibarıyla bu oran %53,3 seviyesindedir. Şirket'in uzun vadeli borçlanmaları 2018 yılında 51,9 milyon TL, 2019 yılında 47 milyon TL, 2020 yılında 42,2 milyon TL ve 2021 yılının ilk çeyreğinde 33,7 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in finansal borçları, yeni borçlanma yapılmaması ve mevcut borçların Şirket operasyonlarından elde edilen fonlarla ödenmesinden dolayı kısa ve uzun vadeli finansal borçlar azalmıştır.

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

İ. T. 130 Mh. Kemerburgaz Cd. Vatanbulvarı Blok: 51. 7/1
Anadoluhisari, 34398 Beşiktaş/İstanbul, Türkiye
Tic. Sic. No: 274900, Mersis No: 08040033960400034
Fon: 0212 351 85 51, Mersis No: 08040033960400034
Büyük Müktefeler Y.D. 649 003 9604

Tablo 24: Finansal Yükümlülükler

	2018	2019	2020	31.03.2021
Kısa Vadeli Borçlanmalar	63.095.866	16.330.202	50.531.533	28.334.182
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları *	33.714.089	59.200.226	60.243.828	53.567.855
Kısa Vadeli Kiralama İşlemlerinden Borçlar	9.676.251	6.736.380	9.452.131	8.542.205
Uzun Vadeli Borçlanmalar	51.880.823	46.982.243	42.167.719	33.723.862
Uzun Vadeli Kiralama İşlemlerinden Borçlar	8.472.899	3.021.031	4.994.489	3.718.762
Toplam	166.839.928	132.270.082	167.389.700	127.886.866

Kaynak: Şirket, Finansal Tablolar

Özkaynaklar

Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar; 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019, 31 Aralık 2020 tarihlerinde sona eren mali dönemlerde sırasıyla 111 milyon TL, 243,5 milyon TL, 557 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar 31 Mart 2021 tarihi itibarıyla 604,1 milyon TL seviyesindedir. Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar, 31 Aralık 2018 tarihinde toplam aktif büyüklüğünün %26,9'unu oluştururken, 31 Aralık 2019 tarihinde %43,5'ini, 31 Aralık 2020 tarihinde %51,6 ve 31 Mart 2021 tarihi itibarıyla %61,1'ini oluşturmuştur.

Kontrol gücü olmayan paylardaki azalmanın iki sebebi bulunmaktadır. Birincisi, Şirket'in bağlı ortaklarına ait dönem zararlarından kontrol gücü olmayan paylara düşen tutarın etkisi, ikincisi ise, elden çıkarılan bağlı ortaklığa ait önceki dönemlerde muhasebeleştirilmiş kontrol gücü olmayan payların öz kaynaklardan çıkartılmasıdır.

Tablo 25: Borçluluk Rasyoları

	2018	2019	2020	31.03.2021
Finansal Yükümlülükler	148.690.778	122.512.671	152.943.080	115.625.899
Kiralama Borçları	18.149.150	9.757.411	14.446.620	12.260.967
Eksi: Nakit ve Nakit Benzerleri	5.934.388	53.683.803	58.650.155	19.144.208
Net Borç	160.905.540	78.586.279	108.739.545	108.742.658
Ana Ortaklığa Ait Özkaynak	111.045.768	243.477.321	556.909.885	604.080.034
Net Borç/Toplam Özkaynaklar	1,45	0,32	0,20	0,18
FAVÖK	95.686.565	218.009.094	242.291.450	308.698.944
Net Borç/FAVÖK	1,68	0,36	0,45	0,35

Kaynak: Şirket, Finansal Tablolar

Oran Analizleri

Şirket'in likidite ve mali yapı oranları aşağıdaki tablolarda gösterilmiştir. Likidite oranları incelendiğinde, Şirket'in dönen varlıklarının kısa vadeli yükümlülüklerine oranının (cari oran) 2018 yılında 1,12, 2019 yılında 1,43, 2020 yılında 1,48 seviyesinde olduğu görülmektedir. Şirket'in asit-test oranı ise 2018 yılında 0,71, 2019 yılında 0,95 ve 2020 yılında 0,76 seviyesindedir. Bu iki oranın artmış olması Şirket'in kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü artırdığının göstergesidir.

Tablo 26: Likidite Oranları

Likidite Oranları	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2021
Cari Oran (Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	1,12	1,43	1,48	1,72
Asit-Test Oranı ((Dönen Varlıklar-Stoklar)/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	0,71	0,95	0,76	1,09
Nakit Oran (Nakit ve Nakit Benzerleri/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	0,03	0,20	0,13	0,06

Kaynak: Şirket, Finansal Tablolar

Şirket'in toplam yükümlülüklerinin toplam varlıklarına oranı (kaldıraç oranı) 2018 yılında 0,73, 2019 yılında 0,56 ve 2020 yılında 0,48 seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket'in kısa vadeli yükümlülüklerinin toplam varlıklara oranı 2018, 2019 ve 2020 yılları itibarıyla sırasıyla 0,58, 0,47 ve 0,42 seviyesindedir.

Tablo 27: Mali Yapı Oranları

	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2021
Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler/Toplam Varlıklar)	0,73	0,56	0,48	0,39
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar	0,58	0,47	0,42	0,33
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar	0,15	0,09	0,07	0,06
Özkaynaklar/Toplam Varlıklar	0,27	0,43	0,52	0,61
Alacak Devir Gün Sayısı (Ortalama Ticari Alacaklar/Net Satışlar*365) - Gün	26	19	20	16
Borç Devir Gün Sayısı (Ortalama Ticari Borçlar/Satışların Maliyeti*365) - Gün	38	30	45	34

Kaynak: Şirket, Finansal Tablolar

C. Nakit Akım Tablosuna İlişkin Değerlendirmeler

Şirket'in özet nakit akım tablosu aşağıda yer almaktadır.

Şirket, işletme sermayesindeki değişimlerin net kara eklenmesi sonucunda 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 tarihlerinde sırasıyla 47,7 milyon TL ve 5 milyon TL nakit elde etmiştir. Şirket, elde etmiş olduğu karın 2019 yılında 60,8 milyon TL'sini, 2020 yılında 102,1 milyon TL'sini yatırım faaliyetlerinde kullanırken aynı dönemler itibarıyla sırasıyla 57,8 milyon TL ve 9,5 milyon TL'sini de finansman ihtiyacında kullanmıştır. Şirket'in nakit ve nakit benzeri varlıkları 31 Aralık 2019 tarihinde 5,9 milyon TL, 31 Aralık 2020 tarihinde

53,7 milyon TL ve 2020 yılında 58,7 milyon TL seviyelerinde gerçekleşmiştir. Şirket'in 31.03.2021 tarihi itibarıyla 26,2 milyon TL yatırım harcamasından kaynaklanan nakit çıkışı, 44,1 milyon TL finansman faaliyetlerinden kaynaklanan nakit çıkışı bulunmaktadır.

Tablo 28: Özet Nakit Akış Tablosu

Özet Nakit Akış Tablosu (TL)	01.01.- 31.12.2018	01.01.- 31.12.2019	01.01.- 31.12.2020	01.01.- 31.03.2020	01.01.- 31.03.2021
Net Kar	6.524.321	143.118.051	207.034.652	23.998.826	81.753.862
İşletme Faaliyetlerinden Sağlanan Nakit Girişleri	28.227	166.385.887	97.503.654	-13.123.632	31.065.109
Yatırım Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit Çıkışları	-6.797.400	-60.792.667	-102.082.716	-6.305.055	-26.156.270
Finansman Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit Girişleri (Çıkışları)	-8.076.463	-57.843.805	9.545.414	3.927.631	-44.414.786
Nakit ve Nakit Benzerlerindeki Artış / Azalış	-14.845.636	47.749.415	4.966.352	-15.501.056	-39.505.947
Dönem başı nakit ve nakit benzerleri	20.780.024	5.934.388	53.683.803	53.683.803	58.650.155
TOPLAM	5.934.388	53.683.803	58.650.155	38.182.747	19.144.208

Kaynak: Şirket, Finansal Tablolar

7. Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Halka arz edilecek Şirket'in değerlemesinde gerek sektörü gerekse büyüme potansiyeli açısından kullanılması uygun görülen değerleme yöntemleri şunlardır;

A - İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemi: Gelir bazlı bir değerleme yöntemi olup şirketin gelecek dönemlerde yaratacağı nakit akımlarını tahmin edip, beklenen nakit akımlarının Ağırlıklı Sermaye Maliyeti Oranı ile iskonto edilip günümüze indirgenmesi ile şirket değerinin hesaplanmasını içerir.

B - Piyasa Çarpanları Analizi: Piyasa bazlı bir yöntem olup şirket değeri, şirketin faaliyet gösterdiği sektörde olan ve borsada işlem gören gerek yurt içindeki gerekse yurt dışındaki şirketlerin değerleri ve çarpanları göz önüne alınarak hesaplanmaktadır. Bu analizle, şirketin nakit yaratma kapasitesini en iyi temsil ettiği düşünülen FD/FAVÖK çarpanına yer verilmiştir.

Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) içerisinde UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Payların değerlemesi ile ilgili olarak 70.1 maliyet yaklaşımı ile ilgili madde uyarınca belli durumlar dışında normalde işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde, uygulanamaz değerlendirmesine yer verilmiştir. Maliyet yaklaşımının uygulanabileceği durumlar olarak; (a) işletmenin, kârların ve/veya nakit akışlarının güvenilir bir şekilde tespit edilemediği ve pazar yaklaşımı kapsamında diğer işletmelerle yapılacak karşılaştırmaların pratik veya güvenilir olmadığı, ilk dönemlerinde veya kuruluş döneminde olması, (b) işletmenin, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.8 ve 70.9. nolu maddelerinde tarif edilen toplama yönteminin uygulandığı bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olması, ve/veya (c) işletmenin sürekli olmaması ve/veya varlıklarının tasfiyedeki değerlerinin işletmenin sürekliliği kapsamındaki işletme değerini aşabilmesi sayılmaktadır. Şirket yukarıda sayılan kriterler kapsamında değerlendirilmiş ve maliyet yaklaşımının kullanılmasının uygun olmayacağı sonucuna varılmıştır.

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

İstanbul, Kemerburgaz, Çayyolu Mah. Sı. 70
Kat: No.7C Kat: 18 Sarıyer/İST. Tel: 0212 319 90 03
Fax: 0212 351 05 51 E-mail: No: 0649 0339 10 00 04
Büyük Mükellefler V.D. 645 000 9504

Sonuç bölümündeki tabloda da detaylandırıldığı gibi İNA tarafından hesaplanan değere %50, yurt içi ve yurtdışı çarpanlarına %50 ağırlık vererek özsermaye değeri hesaplanmıştır.

8. Değerleme

A. İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi bir şirketin gelecekte yaratacağı nakit akışını dikkate almaktadır. Bu yöntemden çıkan sonuç, Şirket'in serbest nakit akımı yaratma potansiyeli tahminlerinin bugüne indirgenmesi ve net borç durumunun yansıtılmasıyla ulaşılan değerdir.

Net Bugünkü Değer:

$(\text{Gelecekteki Nakit akışı}) / (1 + \text{İndirgeme Oranı})^n$ (Nakit Akışının Yılı-Mevcut Yılı)

Gelecekteki nakit akışları hesaplanırken kullanılan Şirkete Olan Toplam Operasyonel Serbest Nakit Akışı aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

Şirkete Olan Toplam Operasyonel Serbest Nakit Akışı

Faaliyet Karı*(1-Vergi Oranı)+Amortisman - İşletme Sermayesindeki Değişim - Yatırım Harcamaları

Net bugünkü değer formülünde kullanılan İndirgeme Oranı ise şirketin finansman ihtiyacını karşılayan hissedarlar ve borç verenlerin beklentilerinin ağırlıklı ortalaması olan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)'dir.

$$\text{AOSM} = kD(1-t)[D/(D+E)] + kE [E/(D+E)]$$

Formülde,

AOSM : İskonto Oranı

ke : Özsermaye Maliyeti

[E/(D+E)] : Özsermayenin Toplam Kaynaklara Oranı

t : Vergi Oranı

kD : Borçlanma Maliyeti

[D/(D+E)] : Borçların Toplam Kaynaklara Oranı

ifade etmektedir.

Finansal varlık değerlendirme modeli incelendiğinde Re (sermaye maliyeti) olmak üzere, sermaye maliyeti aşağıda yer alan formül ile hesaplanmaktadır.

$$R_e = R_f + B * (R_m - R_f)$$

Formülde,

Rf : risksiz oran

B : beta (sektöre özel riskler, faaliyet riskleri ve finansal yapı riskini kapsar)

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Akmerkez Mh. Kemerburgaz Cd. Vadisentepe 100 Sk. 7B
 Şişli/Beşiktaş/İstanbul /T.C. Tel: 0212 319 12 00
 Faks: 0212 319 12 05 E-Posta: No: 0649 0039 6940 8034
 Büyükdere Mh. Söğütözü Cd. 649 003 9604

($R_m - R_f$) : Risk Primi olarak ifade edilmektedir.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde kullanılan projeksiyonlarda geçmiş yılların performansı ve Şirket yönetiminin beklentileri de dikkate alınmıştır. Kullanılan makro tahminler aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 29: Makro Tahminler

Makro Tahminler	2017	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Ortalama USD/TL	3,65	4,82	5,68	7,02	8,55	9,58	10,41	10,69	10,90
yıllık değişim	20,7%	31,9%	17,8%	23,6%	21,9%	12,0%	8,6%	2,7%	2,0%
Dönem sonu USD/TL	3,78	5,29	5,95	7,43	9,32	9,89	10,87	11,16	11,38
yıllık değişim	7,2%	40,0%	12,3%	24,9%	25,6%	6,1%	9,9%	2,7%	2,0%
Ortalama EUR/TL	4,12	5,67	6,35	8,04	9,99	11,50	12,49	12,83	13,08
yıllık değişim	23,3%	37,5%	12,1%	26,5%	24,3%	15,1%	8,6%	2,7%	2,0%
Dönem sonu EUR/TL	4,52	6,05	6,67	9,12	10,72	11,87	13,04	13,39	13,66
yıllık değişim	21,7%	33,8%	10,3%	36,8%	17,5%	10,7%	9,9%	2,7%	2,0%
Ortalama TÜFE	11,1%	16,3%	15,2%	12,3%	16,8%	12,4%	9,5%	8,0%	6,0%

Kaynak: OYAK Yatırım

8.A.1. Gelir Tablosu Projeksiyonları:

Satışlar

Şirketin 2018-2020 yılları arasındaki kutu (adet) satışlarını incelediğimizde, %29,5 seviyesinde YBBO kaydettiğini görüyoruz. 2021-2025 dönemi için; ruhsatlı ilaç satışları, named patient ilaçlar ve alınan/alınması planlanan yeni ruhsatların katkısıyla beraber, jenerik ilaç satışlarında yaşanması hedeflenen artış neticesinde, kutu bazlı Yıllık Bileşik Büyüme Oranı'nın %19,5 mertebesinde olacağını varsayılmıştır. Şirket'in 2018-2020 dönemi net satışlarının Yıllık Bileşik Büyüme Oranı (YBBO) %35 seviyesinde gerçekleşirken, 2020-2025 dönemi için; YBBO oranı %27,2 olarak tahmin edilmiştir.

Gen, kendi fabrikasında üretilmekte olan jenerik ilaçların büyük bir çoğunluğunun ruhsatlandırma aşamasını 2020 yılının tamamında 2021 yılının başlarında tamamlanmıştır. Bununla birlikte, Gen'in Rapor tarihi itibarıyla ihracat pazarlarında Rusya, Kazakistan ve Azerbaycan'da yeni ürünlerin ruhsatlamaları işlemleri tamamlanmıştır. 2021 yılından itibaren, Özbekistan'ın da ihracat kanalına eklenmesi hedeflenmektedir.

Tablo 30: Gen İlaç Solo - Kutu Satışları

Satışlar - Kutu (Adet)	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Yurt İçi Satışlar								
Ruhsatlı İthal İlaçlar	486,067	434,604	502,656	603,187	663,506	723,221	788,311	851,376
yıllık büyüme		-10,6%	15,7%	20,0%	10,0%	9,0%	9,0%	8,0%
Named Patient İlaçlar	114,669	133,381	133,287	153,280	168,608	183,783	200,323	216,349
yıllık büyüme		16,3%	-0,1%	15,0%	10,0%	9,0%	9,0%	8,0%
Jenerik İlaçlar	535,044	845,092	1,271,713	2,161,912	3,026,677	3,632,012	4,176,814	4,803,336
yıllık büyüme		57,9%	50,5%	70,0%	40,0%	20,0%	15,0%	15,0%

Yurt İçi Satışlar - Kutu	1,135,780	1,413,077	1,907,656	2,918,379	3,858,791	4,539,017	5,165,449	5,871,062
yıllık büyüme		24.4%	35.0%	53.0%	32.2%	17.6%	13.8%	13.7%
İhracat								
Toplam Kutu	517,371	658,596	863,617	1,233,550	1,532,895	1,853,295	2,207,319	2,596,365
yıllık büyüme		27.3%	31.1%	42.8%	41.8%	27.5%	18.2%	13.8%
Toplam Satışlar - Kutu	1,653,151	2,071,673	2,771,273	4,151,929	5,391,686	6,392,312	7,372,768	8,467,426
yıllık büyüme		25.3%	33.8%	49.8%	29.9%	18.6%	15.3%	14.8%

Kaynak: Şirket Tahrirleri

Gen'in konsolidasyona dahil edilen Genject ve Elixir şirketlerinden, 2021-2025 dönemi için sırasıyla %51,3 ve %8,3 oranında YBBO kaydedeceği ve büyümeye katkı sağlanacağı beklenmektedir. Genject Türkiye enjektör pazarında önemli bir oyuncu konumundadır. Genject'in 2019 yılı başlarında faaliyet gösterdiği fabrikada yangın çıkmıştır ve bu nedenle, 2019-2020 yıllarında düşük baz etkisine neden olmaktadır. Yangın sonrasında yenilenen fabrika yeniden faaliyete geçmiş, hem Türkiye'de hem de dünyada, özellikle COVID-19 sonrası artan enjektör talebini karşılamak için kapasite artışı gerçekleştirmiştir.

Aşağıdaki tabloda, Gen'in ve konsolidasyona dahil edilen bağlı ortaklıklarının 2021-2025 yıllarına ilişkin tahmin edilen net satış gelirleri yer almaktadır.

Tablo 31: 2021 - 2025 Yıllarına İlişkin Net Satışlar (TL)

Satışlar - TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	2.966.235.893	3.951.260.780	4.900.335.108	5.998.296.880	7.151.006.771
yıllık büyüme	38%	33%	24%	22%	19%
Gen İlaç	2.947.085.541	3.921.891.424	4.855.301.829	5.935.719.933	7.066.547.966
Genjeot	16.550.351	28.549.356	43.775.680	62.927.539	86.840.004
Elixir	11.100.000	11.020.000	13.497.600	14.337.408	15.244.401
Eliminasyon	-8.500.000	-10.200.000	-12.240.000	-14.688.000	-17.625.600

Kaynak: Şirket Talamaları

Brüt Kar

Şirketin brüt karını incelediğimizde, 2018-2020 dönemi için %39 seviyesinde YBBO elde ettiğini görüyoruz. 2020-2025 döneminde, Gen İlaç solo ağırlıklı kutu bazlı artan marj varsayımları neticesinde, Şirketin Yıllık Bileşik Büyüme Oranı'nın %34,6 mertebesinde olacağını hesaplıyoruz.

Gen'in brüt kar marjının 2021-2025 yılları arasında ortalama %19,3 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Brüt karlılığın yıllara sair artış beklentisinin en önemli sebebi, jenerik ilaç portföyünde brüt karlılığın yüksek olması ve ihracat pazarlarında faaliyetlerin yıllar itibarıyla artması beklentisinden kaynaklanmaktadır.

Tablo 32: 2021 - 2025 Yıllarına İlişkin Brüt Kar Projeksiyonları

Brüt Kar - TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Brüt Kar	530.439.912	737.726.012	949.889.454	1.196.760.859	1.470.704.605
<i>Yıllık büyüme</i>	59 %	39%	29%	26%	23%

Satışlara Oranı	18%	19%	19%	20%	21%
Gen İlaç	522.540.282	724.971.310	930.657.323	1.169.925.133	1.434.397.899
yıllık büyüme	57%	39%	28%	26%	23%
- Brüt Kar Marjı	18%	19%	19%	20%	20%
Gençet	6.123.630	10.991.502	17.072.515	24.541.740	33.867.602
yıllık büyüme	-553%	79%	55%	44%	38%
- Brüt Kar Marjı	37%	39%	39%	39%	39%
Eltsir	1.776.000	1.763.200	2.159.616	2.293.983	2.439.104
yıllık büyüme	20%	-1%	22%	6%	6%
- Brüt Kar Marjı	16%	16%	16%	16%	16%

Kaynak: Şirket Tahminleri

Operasyonel Giderler

Gen'in operasyonel giderlerinin projeksiyonu, geçmiş yıllara ait gerçekleştirmeler ve ileriye dönük beklentilere paralel olacak şekilde hesaplamalara dahil edilmiştir. Şirket'in operasyonel harcamaları, net satışların büyümesine bağlı olarak yıllar itibarıyla artarken operasyonel harcamaların hasılatlara oranı 2018 yılında %7,5, 2019 yılında %5,9, 2020 yılında %5,2 olarak gerçekleşmiştir. 2021-2025 yılları arasında ise operasyonel harcamaların hasılatlara oranının ortalama %5,4 seviyelerinde olması beklenmektedir.

Gen, ağırlıklı olarak nadir hastalıkların tedavisi alanına yoğunlaşmaktadır. Bu kategoride rekabet oldukça farklı olup, satış ekiplerinin verimliliği daha yüksektir. Şirket 2021-2025 yıllarına ilişkin projeksiyonlarında, ürün gamında yaşanması beklenen artışa paralel olarak gelirlerini de büyütmeyi hedeflemektedir. Operasyonel Giderler varsayımlarımızda temkinli kalmak adına, büyüme satışlara oranlanmış ve %5,4 seviyesinde Operasyonel Giderler hedefi belirlenmiştir.

Tablo 33: Operasyonel Giderler

Operasyonel Giderler - TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Operasyonel Giderler	157.626.387	214.342.373	266.204.391	326.838.999	390.445.127
Yıllık Büyüme	42%	36%	24%	23%	19%
Satışlara Oranı	5,3%	5,4%	5,4%	5,4%	5,3%
Genel Yönetim Giderleri	50.426.010	71.122.694	93.106.367	113.967.641	135.869.129
Yıllık Büyüme	47%	41%	31%	22%	19%
Satışlara Oranı	1,7%	1,8%	1,9%	1,9%	1,9%
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	98.087.245	131.080.266	158.042.780	194.442.859	232.606.042
Yıllık Büyüme	40%	34%	21%	23%	20%
Satışlara Oranı	3,3%	3,3%	3,2%	3,2%	3,3%
Amortisman - Genel Yönetim	5.557.912	7.403.578	9.181.883	11.239.162	13.399.024
Yıllık Büyüme	38,0%	33,2%	24,0%	22,4%	19,2%
Satışlara Oranı	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Amortisman - Pazarlama	3.555.220	4.735.835	5.873.360	7.189.336	8.570.932
Yıllık Büyüme	38,0%	33,2%	24,0%	22,4%	19,2%
Satışlara Oranı	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%

Kaynak: Şirket Tahminleri

Aşağıdaki tabloda, Gen'in 2021-2025 yıllarını kapsayan önemli finansal verilerinin tahmin edilen değerleri görülmektedir.

Tablo 34: Operasyonel Marjlar

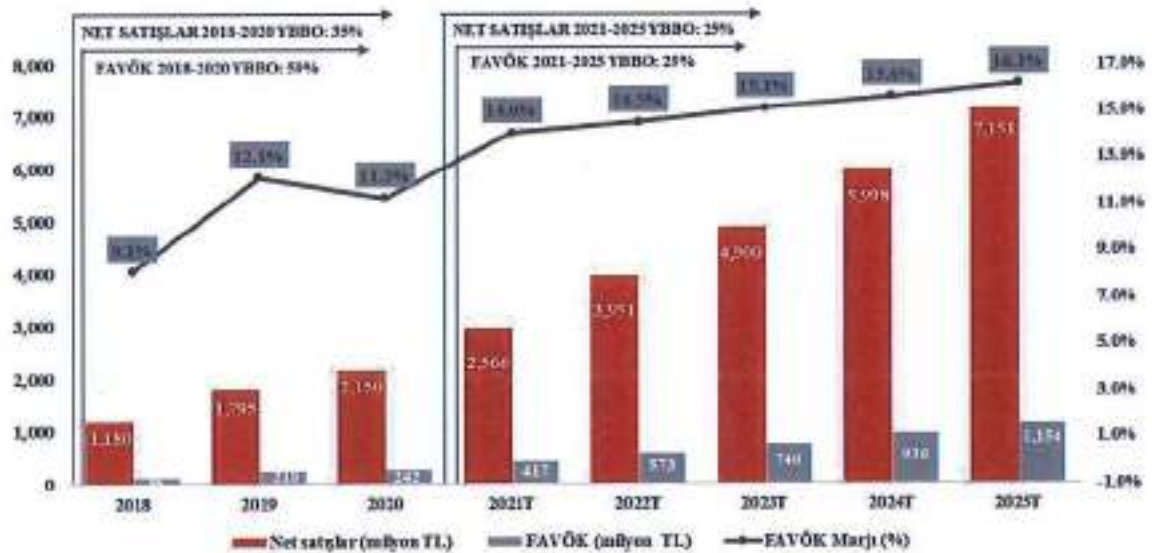
(TL)	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net satışlar	2.966.235.893	3.951.260.780	4.900.335.108	5.998.296.880	7.151.006.771
<i>yıllık değişim</i>	38,0%	33,2%	24,0%	22,4%	19,2%
Brüt kar	530.439.912	737.726.012	949.889.454	1.196.760.859	1.470.704.605
<i>Brüt Kar Marjı</i>	17,88%	18,67%	19,38%	19,95%	20,57%
Faaliyet giderleri	157.626.387	214.342.373	266.204.391	326.838.999	390.445.127
<i>Satışların Oranı</i>	5,31%	5,42%	5,43%	5,45%	5,46%
Faaliyet karı	372.813.525	523.383.638	683.685.063	869.921.860	1.080.259.478
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	12,57%	13,25%	13,95%	14,50%	15,11%
FAVÖK	416.755.911	573.300.820	740.134.355	935.589.230	1.154.020.937
<i>FAVÖK Marjı</i>	14,03%	14,51%	15,10%	15,60%	16,14%

Kaynak: Şirket Tahminleri

FAVÖK

FAVÖK kalemini hesaplarken, şirketin operasyonlarını doğrudan etkilemediğini düşünülen Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler/Giderler kalemlerine yer verilmemiştir. Şirket'in geçmiş üç yıl (2018-2020) içerisinde, Net Satışlarının ve FAVÖK'ünün yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) sırasıyla %35 ve %59 iken, 2020-2025 yıllarını içeren projeksiyon döneminde, Net Satışların ve FAVÖK'ün YBBO'sunun sırasıyla %27,2 ve %36,6 olacağı öngörülmektedir.

Grafik 9: Satış ve FAVÖK Performansı



Kaynak: Şirket Tahminleri

8.A.2. Yatırım Harcamaları:

Şirket'in öngörülleri kapsamında 2018-2020 yılları arasındaki yatırımları ile projeksiyon dönemi boyunca planladığı yatırımlara ilişkin detaylar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Grafik 10: Yatırım Harcamaları



Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları, Şirket Tahminleri

Tablo 35: Yatırım Projeksiyonları

TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
İlaç Ruhsatları (12 adet yeni ilaç)	10,500,000	18,000,000	18,000,000	18,000,000	18,000,000
Mevcut Fabrikada Devam Eden Yatırımlar	112,684,000	29,100,000			
İnşaat					
Makine Teçhizat	112,684,000	29,100,000	-	-	-
Yeni Arazide Genişleme Yatırımı		62,200,000	122,250,000	121,250,000	55,761,459
İnşaat		4,000,000	1,000,000	-	-
Makine Teçhizat		58,200,000	121,250,000	121,250,000	55,761,459
Toplam Yatırım Harcamaları	123,184,000	109,300,000	140,250,000	139,250,000	73,761,459

Kaynak: Şirket Tahminleri

8.A.3. İşletme Sermayesi İhtiyacı Projeksiyonu:

Şirket'in projeksiyon dönemine (2021-2025) ilişkin beklentiler aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 36: İşletme Sermayesi Detayları

İşletme Sermayesi - TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
İşletme Sermayesi	212.153.889	182.179.208	349.478.358	427.315.648	508.831.945
y/y	45,9%	33,0%	23,8%	22,3%	19,1%
- İşl. Serm. Değişim	66.747.367	70.025.319	67.299.150	77.837.290	81.516.297
İşletme Sermayesi / Satışlar	7,2%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Ticari Alacaklar	178.786.821	138.158.184	295.362.664	361.541.182	431.019.586
Alacak Tahsil Süresi	22	22	22	22	22
Alacak Devir Hızı	17	17	17	17	17
Stoklar	300.303.614	396.189.218	487.041.245	591.970.194	700.311.226
Stok Gün Süresi	45	45	45	45	45
Stok Devir Hızı	8	8	8	8	8
Ticari Borçlar	266.936.546	352.168.194	432.925.551	526.195.728	622.498.868
Borç Ödeme Süresi	40	40	40	40	40
Borç Devir Hızı	9	9	9	9	9

Kaynak: Finansal Tablolar, Şirket Tahminleri

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Ancakara Mh. Kene Kurşun Cd. Vadiye Sok. No: 78
Etiler/Beşiktaş/İstanbul /T.C. 34398
Tic. Sic. No: 275155 / Mersis No: 0854003460400034
Büyük Mükellefler V.D. 649 033 9504

8.A.4. Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) Hesabı:

Nakit akım projeksiyonlarının bugünkü değerinin tespiti için kullanılan AOSM değerine ilişkin detaylar aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 37: Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

		Hesaplama Formülü
Risksiz Faiz Oranı	15,0%	A
Uç Büyüme	5,0%	
Hisse Risk Primi	5,50%	B
Beta	1,0	C
Sermaye Maliyeti	20,5%	$D = A + B \times C$
Borçlanma Maliyeti	20,0%	E
Vergi	20,0%	F
Borç / Toplam	40,0%	G
Özsermaye / Toplam	60,0%	H
AOSM	18,7%	$I = D \times H + E \times (1-F) \times G$

Kaynak: OYAK Yatırım tahminleri, Şirket

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasının varsayımları şunlardır:

Risksiz getiri oranı hesaplanırken, Türkiye’de 25.11.2020 tarihinde ihraç edilen 10 yıllık TL tahvil (ISIN TRT131130T14) oranındaki değişimler takip edilmiş olup, seviyeler göz önüne alındığında mevcut durum için %15 esas alınmıştır.

Beta, halka arz olacak şirketlerin henüz işlem görmeye başlamadığı gerçeği ve bu açıdan istatistiki hesaplamaların imkansızlığından 1 olarak kabul edilmiştir.

Piyasa risk primi %5,50 olarak varsayılmıştır. Piyasada Türkiye tarafına yönelik oluşturulan raporlar da incelendiğinde, risk priminin genel olarak %5,50 civarında kabul görmektedir.

Vergi oranı projeksiyon döneminin ilk iki yılı hariç olmak üzere %20 olarak öngörüldüğü için AOSM hesaplamasında da bu seviyede alınmıştır. Gen İlaç’ın 24.06.2019 tarih ve 504075 Belge numaralı T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı tarafından verilen 204.046.203 TL tutarlı Yatırım Teşvik Belgesi bulunmaktadır. Bu nedenle, 2021 ve 2022 yılları için %4 oranında Efektif Vergi Oranı varsayımı yapılmıştır (2020: %4,5).

Şirket’in önümüzdeki dönemde yatırımlarını %40 borç, %60 özkaynak ile finanse edeceği varsayımı altında finansal borçlarının, finansal borçlar ve özkaynak toplamına oranı olarak %40 alınmıştır. Bu varsayımlar ışığında AOSM %18,7 olarak hesaplanmıştır. Hesaplama kullanılan oranların değişmeyeceği varsayılmıştır.

8.A.5. İNA ve Tahminler:

Halka arz edilecek Şirket’in tahminleri, kısmen Şirket’in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle, geleceğe ilişkin herhangi bir taahhüt niteliği taşımamaktadır. Tahminlerin değişmesi durumunda farklı pay başına değer söz konusu olabilir.

Table 38: İndirgenmiş Nakit Akım Projeksiyonları

Değerleme - TL	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	1.180.434.205	1.795.146.033	2.149.967.988	2.966.235.893	3.951.260.780	4.900.335.108	5.998.296.880	7.151.006.771
yıllık büyüme		52,1%	19,8%	38,0%	33,2%	24,0%	22,4%	19,2%
Brüt Kar	171.928.025	308.595.508	333.321.452	530.439.912	737.726.012	949.889.454	1.196.760.859	1.470.704.605
yıllık büyüme		79,5%	8,0%	59,1%	29,1%	28,8%	26,0%	22,9%
Brüt Kar Marjı	14,6%	17,2%	15,5%	17,9%	18,7%	19,4%	20,0%	20,6%
Esas Faaliyet Karı	83.229.389	202.135.918	222.542.706	372.813.525	523.383.638	683.085.863	869.921.860	1.080.259.478
yıllık büyüme		142,9%	10,1%	67,3%	40,4%	30,0%	27,2%	24,2%
EFK Marjı	7,1%	11,3%	10,4%	12,6%	13,2%	14,0%	14,5%	15,1%
Amortisman	12.457.176	15.873.176	19.748.744	43.942.387	49.917.182	56.419.292	65.667.370	73.761.459
yıllık büyüme		27,4%	24,4%	122,5%	13,6%	13,3%	16,3%	12,3%
Satışları Oranı	1,1%	0,9%	0,9%	1,5%	1,2%	1,2%	1,1%	1,0%
FAVÖK	95.686.565	218.009.094	242.291.450	416.755.911	573.300.820	740.134.355	935.589.230	1.154.020.937
yıllık büyüme		127,8%	11,1%	72,0%	37,6%	29,3%	26,4%	23,3%
FAVÖK Marjı	8,1%	12,1%	11,3%	14,0%	14,3%	15,1%	15,6%	16,3%
İşletme Sermayesi	72.225.412	92.037.648	145.406.522	212.153.889	282.179.208	349.478.358	427.315.648	508.831.945
yıllık büyüme		27,4%	58,0%	45,9%	33,0%	23,8%	22,3%	19,1%
Satışları Oranı	6,1%	5,1%	6,8%	7,2%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
(-) İşletme Serm. Dönüşü		19.812.236	53.368.874	66.747.367	70.025.319	67.299.150	77.837.290	81.516.297
(-) Yatırım Harcamaları	7.323.763	55.454.899	102.593.948	123.184.000	109.380.000	140.250.800	139.250.000	73.761.459
Satışları Oranı	0,6%	3,1%	4,8%	4,2%	2,8%	2,9%	2,3%	1,0%
(-) Vergi	1.552.755	16.682.522	9.735.421	14.912.541	20.935.346	136.737.013	173.984.372	216.051.896
Efektif Vergi Oranı	22,1%	10,5%	4,5%	4,0%	4,0%	20,0%	20,0%	20,0%
SNA				211.912.003	373.040.156	395.848.193	544.517.568	782.091.286
İskonto Oranı				0,90	0,76	0,64	0,54	0,45
İNA				190.929.573	283.153.875	253.130.731	293.344.118	355.226.427
İNA Toplamı	1.375.784.725							
Üç Değer	2.722.538.310							
Toplam	4.098.323.035							
Azınlık Payları = 7,4x	3.338.902							
Net Borç	108.739.545							
Piyasa Değeri	3.986.244.587							

Kaynak: Şirket ve Oyak Yatırım Tahminleri

Şirketin 2019 yılında göstermiş olduğu büyümenin en büyük sebebi Named Patient Program satışlarının döviz bazlı olması ve kurlarda yaşanan artışlardır. Ayrıca, şirketin hitap ettiği nadir hastalıklar arasında, kamuoyunda en bilinenlerinden olan SMA hastalarına yönelik SPINRAZA ilacı büyümede önemli bir etken olmuştur. 2020 yılında, her sektörde olduğu gibi Şirket'in faaliyette bulunduğu sağlık sektörü de ağırlıklı olarak COVID-19 salgınından etkilenmiş olup, 2021 yılında yeni ruhsatlanan ilaçların da etkisiyle büyüme sağlıklı bir şekilde devam etmiştir.

Şirket'in brüt kar marjının 2021-2025 yılları arasında ortalama %19 seviyelerinde gerçekleşeceği beklenmektedir. Gen'in 2019 yılındaki brüt kar marjı %17,2 iken 2020 yılında COVID-19 salgınının etkisiyle %15,5 seviyesine gerilemiştir. Gen'in 2018 yılında brüt karı 172 milyon TL iken 2019 yılında 308,6 milyon TL seviyesine yükselmiştir. 2020 yılında salgının etkisiyle 2019 yılına oranla %8 seviyesinde artan brüt kar'ın 2021 yıl sonunda %59 seviyesinde artış göstererek 530 milyon TL seviyesine yükselmesi beklenmektedir. 2020-2025 yılları arasında ortalama brüt kar büyümesinin %34,6 seviyesinde olacağı tahmin edilmektedir.

Gen'in brüt kar marjı incelendiğinde 2021 yılında jenerik ilaçların payının büyümesi, kurdaki artışın NPP satışlara olumlu etkisi ile brüt kar marjının normal seviyelerine gelmesi beklenmektedir. Brüt kar marjının projeksiyon dönemi olan 2021-2025 yılları arasında ortalama %19 seviyesinde olacağı tahmin edilmektedir.

Şirket'in ölçek ekonomisinden kaynaklanan verimlilik ve artan satışlarla uyumlu olarak FAVÖK tutarının da artacağı öngörülmektedir. Gen'in 2018-2020 yılları arasında FAVÖK tutarı %35 YBBO kaydederken 2020-2025 yılları arasında FAVÖK'ün YBBO'sunun %36,6 seviyesinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

Tahmini serbest nakit akışı projeksiyonları, %5 uç büyüme değeri ve %18,7 AOSM ile indirgenen verilerden çıkan sonuca Şirket'in 31 Aralık 2020 tarihindeki 108,7 milyon TL'lik net borç tutarı eklendiğinde çıkan piyasa değeri 3.986 milyon TL'dir. Şirket'in 250 milyon TL olan ödenmiş sermayesine göre hesaplanan pay başına değer 15,94 TL'dir.

B. Piyasa Çarpanları Yöntemi

Piyasa Çarpanları Yöntemi'nde Şirket'in faaliyet gösterdiği sektördeki benzer yurt içi ve yurt dışı halka açık şirketlerin değerleme çarpanları ile Şirket için hesaplanan çarpanlar karşılaştırılarak Şirket değeri belirlenmektedir. Aşağıda başlıca değerleme çarpanları yer almaktadır.

- **Fiyat/Kazanç (F/K):** Borsa'da işlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan son 12 aylık ana ortaklık net karına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.
- **Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK):** Borsa'da işlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan Net Borcunun ¹ toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Karına (FAVÖK) bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.
- **Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan toplam özkaynaklarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.
- **Firma Değeri/Net Satışlar (FD/Satışlar):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcun toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık net satışlarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

Şirket'in 2019 yılı ve 2020 yılı FAVÖK ve Net Kar tutarları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderler ağırlıklı olarak kur farkından kaynaklı olup Şirket gelirleri içerisinde süreklilik arz etmediğinden projeksiyon hesaplamalarında FAVÖK tutarı içerisine dahil edilmemiştir. Yurt içi ve yurt dışından seçilen çarpan analizleriyle hesaplanan fiyatlar, Refinitiv, Finnet ve Bloomberg veri terminallerinden alınan yıllık veriler kullanılmıştır.

Tablo 39: Gen İlaç Finansal Veriler

(TL)	2019	2020
FAVÖK	218.009.094	242.291.450
Ana Ortaklığa Ait Net Kar	141.937.747	208.235.298
Net Borç	78.586.279	108.739.545

Kaynak: Şirket, Finansal Tablolar

¹ (Net Borç = Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler + Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler – Hazır Değerler [Nakit ve Nakit Benzerleri + Finansal Yatırımlar])

Gen, nadir hastalıkların tedavisinde yoğunlaşmış yenilikçi ilaçlar alanında faaliyet göstermektedir ve bu sektörde yurtdışı M&A işlemlerinde dikkate alınan çarpan FD/FAVÖK çarpanı olarak gözlemlenmektedir. Net kar, firmaların borçluluğu ve finansman giderleri ile ciddi şekilde etkilenmektedir ve karşılaştırma açısından sağlıklı bir sonuç vermemektedir. Buna ek olarak, yurt dışında işlem gören şirketlerin F/K çarpan medyanı 14.71x seviyesindedir. Keza defter değeri de, firma varlıklarının bilançolarında ne kadar pazar değerine yakın yer aldığıyla alakalı olup, ilaç sektörü için sağlıklı bir çarpan olarak kabul edilmemektedir. FD/Satış çarpanı da satış rakamı şirketin asıl değerini ortaya koyan karlılığı değil, cirosal büyüklüğü yansıtmaması açısından uygun bir çarpan olarak görülmemiştir. Gen, portföyündeki ilaçların karlılığı, basit ağrı kesiciler ve antibiyotikler ile faaliyet gösteren ancak cirosu çok daha yüksek firmalar ile karşılaştırılabilir olarak görülmektedir.

Şirket için yapılan çarpan analizinde, Şirket'in ana faaliyet alanına mümkün olduğu kadar yakın şirketler seçilmeye çalışılmıştır. Bu kapsamda, yurt içinde, BİST içerisinde Şirket'e birebir benzer iş yapan şirket bulunmamasıyla birlikte, özellikle sağlık ve ilaç sektöründe faaliyet gösteren şirketler incelenmiş ve Gen'e en yakın olarak değerlendirilen Deva Holding A.Ş. ("Deva")'nın FD/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. Yurt dışı tarafta da aynı şekilde Gen ile aynı alanda faaliyet gösteren şirketler incelenerek Çarpan analizine dahil edilecek şirket kümesi belirlenmiştir.

Halka arz fiyat hesaplamasında, 2020 yıl sonu verileri ile 2021 yılı tahmini verileri kullanılmış ve Şirket'in nakit yaratma kapasitesini kabaca en iyi temsil ettiği düşünülen FD/FAVÖK oranı ile hesaplanan değerlerin değerlendirilme sonucunda kullanılması uygun görülmüştür.

Tablo 40: Karşılaştırılabilir Şirket Çarpanları (20 Mayıs 2021)

Şirket İsmi	Faaliyet Alanı	Piyasa Değeri (USD)	FD/FAVÖK 2020	FD/FAVÖK 2021T	F/K 2020	F/K 2021T
Deva Holding*	Beşeri ilaç ve ilaç hammaddesi üretim ve pazarlaması.	682.114.791	9,1	7,5	7,8	5,7
Fasa Farma SA	İspanya merkezli olmak üzere İspanya, Portekiz, Şili ve Meksika'da faaliyet gösteren ilaç şirketidir. Şirket, reçeteli ve jenerik ilaçların, reçetesiz (OTC) ilaçların, gıda takviyelerinin ve kişisel bakım tedavilerinin yanı sıra farmasötik kullanımı için hammaddelerin araştırılması, üretimi, dağıtımı ve satışı konusunda faaliyet göstermektedir. Şirket, alerji, vücut yetmezlik ve irritabl bağırsak sendromunun tedavisi için yeni ilaçların geliştirilmesinde, Araştırma-Geliştirme faaliyetlerinde bulunmaktadır. Şirket ayrıca hayvan besleme ürünleri de temin etmektedir.	1.264.028.277	8,9	8,4	14,2	13,8
Karo Pharma AB	Karo Pharma AB, nükleer reseptörlere dayalı ilaçların araştırılması ve geliştirilmesiyle uğraşan ilaç merkezli bir biyofarmasötik şirkettir. Şirket'in ana faaliyetleri üç alandan oluşmaktadır: Östrojen Reseptör Beta (ERbeta) kanseri, kanser tedavisinde ERbeta'nın geliştirilmesine odaklanan bir platform; Ototimmün hastalık MS tedavisinde uzmanlaşmış ERbeta multipl skleroz (MS); ve romatoid artrit ve sedef hastalığı gibi ototimmün hastalıkların tedavisinde nükleer reseptör uygulamasından sonuçlu olan Relased Orphan Reseptör Gamma (RORgamma). Şirket, Pfizer, 4D Science ve Merck ile işbirliği yapmaktadır. Ticari marka portföyü Karo Bio, BioKey, BioKey Assay ve Molecular Biotech içerir.	1.457.818.635	25,4	11,4	258,4	51,6

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Ayvalık Mah. Karşıyaka Caddesi No: 10 Kat: 7
 Beşiktaş / İstanbul / Türkiye
 Tic. Sic. No: 274900 / Şirket Sic. No: 274900 / Mersis No: 34030000000000000000
 Büyük Mükellefler V.D. 649 003 9604

Chong Kun Dang Pharmaceutical Corp	Chong Kun Dang Pharmaceutical Corp, ilaç üretimi ve satışı yapan Kore merkezli bir şirkettir. Şirket ağırlıklı olarak antidiyabetik tedaviler, serebrovasküler hastalık tedavileri, hipertansiyon tedavileri ve hiperlipidemi tedavileri gibi reçeteli ilaçların üretimi ve satışı ile ilgilenmektedir. Ek olarak, Şirket parasetamol, preformine ve modol dahil reçetesiz satılan (OTC) ilaçları ile böcek öldürücüler, saç boyaları ve sağlıklı fonksiyonel yiyecekler gibi yarı niteliğindeki ürünleri tamin etmektedir. Şirket, ürünlerini yurt içi ve yurt dışı pazarlarda satmaktadır.	1.371.115.508	10,2	9,9	16,5	16,4
China Resources Sanjiu Medical & Pharmaceutical Co Ltd	China Resources Sanjiu Medical & Pharmaceutical Co., Ltd., esas olarak ilaçların araştırılması, geliştirilmesi, üretimi ve dağıtımına ilişkin Çin merkezli bir şirkettir. Şirketin farmasötik ürünleri, reçetesiz satılan (OTC) ilaçları ve reçeteli ilaçları içermektedir. Şirketin ilaçları soğuk algınlığı, gastroenteroloji, dermatoloji, pediatri, kardiyovasküler ve serebrovasküler hastalıklar, anti-tümör, anti-enfeksiyon, sindirim sistemi, ortopedi ve diğer alanlarda tedavi amaçlı kullanılmaktadır. Şirket aynı zamanda ambulaj, baskı ve oluşumunu ticaret işleriyle de ilgilenmektedir. Şirket, ürünlerini iç piyasaya ve yurt dışı pazarlara dağıtmaktadır.	3.878.614.315	10,7	8,1	14,7	12,8
Caplin Point Laboratories Ltd	Şirketin ürün segmentleri arasında Antibiyotikler, Steroid olmayan anti-inflamatuar ilaçlar (NSAIDS), Oftalmikler, Ağrı Tedavisi ve Anti-ülserler bulunan bir ilaç şirkettir. Şirket, Tabletler, Sıvı Ağzılar, Kapsül, Yumuşak Jel Kapsüller, Fitiller ve Ovüller, Enjeksiyon Tozu, Katı şurup, Topikaller, Sıvı Enjeksiyonlar, İbalerler, intravenöz (IV) İnfüzyon, Liyofilize Ürünler, Markalı Ürünler, Dermo, Kosmetik dahil olmak üzere bir dizi ürün sunmaktadır. Aynı zamanda çeşitli merhemler, kremler, jeller ve losyonlar da üretmektedir. Şirket, Guatemala, Honduras, Nikaragua, El Salvador, Ekvador, Honduras, Venezuela ve Dominik Cumhuriyeti gibi Latin Amerika ülkelerinde faaliyet göstermektedir.	594.328.537	12,1	9,5	18,4	15,2
Genomma Lab Internacional SAB de CV	Genomma Lab Internacional SAB de CV, Meksika merkezli bir reçetesiz ilaç (OTC) ilaç, jenerik ilaçlar (GD) ve kişisel bakım ürünleri şirkettir. Şirket, anti-akne, virüslü damar, saç dökülmesi, cinsel uyarılma, maljetikler, amülgaller ve grip gibi tedaviler için farklı markalar dahilinde bir dizi ürünün geliştirilmesi, dağıtımı ve pazarlanması alanında faaliyet göstermektedir. Şirketin ürün portföyü, diğerlerinin yanı sıra Aseproa, Cicatriore, Goicochea, Bengue, Diabet TX, Genopazol, Goicotabs, Shot B, SilkaMedic, Silket 40, Nikzon, X Ray, Next, Tonch Me, Lomecan V ve QG3 gibi markaları içermektedir.	1.008.126.723	8,6	7,3	14,1	11,0
Amneal Pharmaceuticals Inc	Şirket, yüksek değerli jenerik ve markalı özel farmasötik ürünlerin çok çeşitli dozaj formları ve terapötik alanlarda geliştirilmesi, üretimi, pazarlanması ve dağıtımı ile ilgilenmektedir. Jenerik, Uzmanlık ve AvKARE olmak üzere üç segmentte faaliyet göstermektedir. Jenerikler segmenti reçeteli farmasötik ürünler sağlamaktadır, Speciality Pharma, merkezi sinir sistemi (CNS) bozukluklarını ele alan ürünlere odaklanarak markalı farmasötik ürünlerin geliştirilmesi, tanıtım, satışı ve dağıtımı ile ilgilenmektedir. AvKARE segmenti, devlet kurumlarına ilaç, tıbbi ve cerrahi ürünler ve hizmetler sunmaktadır. Diğer kısımlarda 505 (b) (2) ilaç ve karmaşık jenerikler bulunmaktadır.	1.636.553.603	11,7	7,6	-	6,5
Shandong Xinhua Pharmaceutical Co Ltd	SHANDONG XINHUA PHARMACEUTICAL COMPANY LIMITED, esas olarak kimyasal doküme ilaçların, mistahzarların ve tıbbi ara ürünlerin geliştirilmesi, üretimi ve dağıtımı ile ilgilenen Çin merkezli bir ilaç şirkettir. Şirketin ana ürünleri arasında metanizol sodyum, kafein, aminopirin, aspirin, hidrokortizon, pipemidik asit, ibuprofen, L-dopa, pipemidik asit tabletleri, bileşik meyan kökü tabletleri ve nimodipin tabletleri bulunmaktadır. Şirket,	727.729.165	10,6	8,3	16,6	15,6

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Kapalı Mh. Kamelya Sok. 4. Kat Katlihanı Bld. No: 70
 06500 Beşiktaş / İstanbul / Türkiye
 Tel: 0212 319 12 00
 Faks: 0212 319 12 01
 E-posta: bilgi@oyakyatirim.com.tr
 Büyük Mükellefler K.D. 649 003 9604

	ürünlerini iç pazarda ve Amerika, Avrupa ve diğerleri dahil olmak üzere deniz aşırı pazarlara dağıtmaktadır.					
Granules India Ltd	Granules India Limited, aktif farmasötik bileşenler (API'ler), farmasötik formülasyon araçları (PFI'ler) ve bitmiş dozajlar (FDI'ler) dahil olmak üzere farmasötik üretim değer zincirinde yer alan bir ilaç şirkettir. Şirketin ticari operasyonları üç alana içermektedir: ana faaliyet alanı, gelişen iş ve sözleşmeli araştırma ve üretim hizmetleridir (CRAMS). Cüce iş kolundaki ürünleri arasında Parasetamol, Ibuprofen, Gatifenesin ve Metformin bulunmaktadır. Şirket, bir satın alma yoluyla, anti-histaminik, antihipertansif ve anti-konvulsanlar gibi terapötik kategorilerdeki ana ürünlerin yanı sıra 10'dan fazla API'ye erişime sahiptir. Şirketin PFI ürünleri arasında Compresso PAP 97 S, Compresso PAP 90 CPC ve Parasetamol Kafein Kombinasyonu 77.4 bulunmaktadır. Şirketin FDI'leri arasında Parasetamol / Asetaminofen ve Asetaminofen ve Methocarbamol bulunmaktadır.	1.213.589.640	10,1	9,6	14,7	14,3
Daewon Pharmaceutical Co Ltd	Daewon Pharmaceutical Co., Ltd., esas olarak farmasötik ürünlerin imalatıyla uğraşan Kore merkezli bir şirkettir. Şirketin ürünleri arasında ateş düşürücüler, analjezikler, iltihap önleyici ilaçlar, solunum ilaçları, gastrointestinal ilaçlar, antimikrobiyal ilaçlar, kardiyovasküler ilaçlar, metabolik ilaçlar, psikoaktif ilaçlar, nöromusküler ilaçlar, endokrin ilaçlar ve diğerleri bulunmaktadır. Şirket ayrıca multivitaminler ve sağlıklı gıdalar da üretmektedir. Şirket, ürünlerini iç pazarda ve Vietnam, Myanmar, Güneydoğu Asya, Orta Doğu ve diğerleri dahil olmak üzere deniz aşırı pazarlarda dağıtmaktadır.	321.219.605	9,7	8,5	19,2	14,1
Nichi-ko Pharmaceutical Co Ltd	Nichi-ko Pharmaceutical Co Ltd, esas olarak jenerik farmasötik ürünlerin ve diğer tıbbi ürünlerin üretimini ve satışı ile ilgilenen Japonya merkezli bir şirkettir. Şirket, ürünlerini hastaneler, tıbbi klinikler ve eczaneler gibi tıbbi kurumlara sunmaktadır. Tıbbi ürünleri, bir hastane veya klinikte doktor tarafından verilen reçeteye göre formüle edilen reçeteli ilaç ürünleri ile eczanelerden ve eczanelerden reçetesiz satın alınabilen reçetesiz farmasötik ürünler olarak ikiye ayrılmaktadır.	566.970.870	11,3	9,9	-	13,3
Medran			10,36	8,45	14,71	13,96

Kenrick: *Refinitiv, Bloomberg*

*Yarı içinde benzer şirket olarak var sayılan DEVA için piyasa beklentisi bulunmadığından dolayı, 2021/03 finansalları yitilmiştir ve tahmini bir değer bulunmaktadır.

2020 yılı FD/FAVÖK çarpanı kullanarak ulaşılan piyasa değeri 2.401 milyon TL, hisse başına fiyat ise 9,60 TL olarak hesaplanmaktadır. 2021 yılı tahmini FD/FAVÖK verisine göre hesaplanan piyasa değeri 3.414 milyon TL olup, pay başına değer 13,66 TL olmaktadır. Buna göre, 2020 ve 2021 yılının tahmini verilerinin ortalamasına göre hesaplanan piyasa değeri 2.907 milyon TL olup pay başına değer 11,63 TL'ye tekabül etmektedir.

Tablo 41: Çarpın Analizi Sonucu

2020 FAVÖK	2021T FAVÖK	ORTALAMA FAVÖK
242.291.450	416.755.911	329.523.681
Net Borç	Net Borç	Net Borç
108.739.545		108.739.545
Piyasa Değeri	Piyasa Değeri	Ortalama Piyasa Değeri
2.401.232.482	3.414.603.918	2.907.918.200
Pay Başına Değer (TL)	Pay Başına Değer (TL)	Ortalama Pay Başına Değer (TL)
9,60	13,66	11,63

Kaynak: OYAK Yatırım

9. Sonuç

Değerleme çalışmamızda, indirgenmiş nakit akımı ve piyasa çarpanları yöntemlerini incelemiş bulunuyoruz. %50 indirgenmiş nakit akışı, %50 benzer şirket çarpan ağırlıklarıyla Şirket için ulaştığımız piyasa değeri 3.447 milyon TL ve hisse başına 13,79 TL'dir. Bulunan hisse başına piyasa değerine %22 halka arz iskontosu uyguladığımızda halka arz için 10,75 TL hisse başına fiyata ulaşıyoruz.

Tablo 42: Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri ve İskonto Oranları

Gen Değerleme Sonucu (TL)	Piyasa Değeri	Ağırlık	Sonuç
İNA	3.986.244.587	50%	1.993.122.294
Çarpan Analizi	2.907.918.200	50%	1.453.959.100
	Toplam	100%	3.447.081.394
	Pay başına değer		13,79

Halka Arz Öncesi Değer İskonto Hesabı (TL)

Nominal Sermaye	250.000.000
Halka Arz Fiyatı	10,75
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	3.447.081.394
Piyasa Değeri	2.687.500.000
İskonto Oranı	%22

Kaynak: OYAK Yatırım

İşbu fiyat tespit raporu, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 1. fıkrası uyarınca, halka arz edilecek payların satış fiyatının nominal değerinden yüksek olması nedeni ile hazırlanmıştır.

Bu değerlendirme çalışmasında Gen İlaç ve Sağlık Ürünleri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi'nin ("Şirket") tarafınıza sağlamış olduğu yazılı, sözlü bilgilerden ve verilerden yararlanılmıştır. OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Kurum") olarak, fiyat tespit raporunda 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 etmekle birlikte, tarafımızla paylaşılan bilgilerin doğru olmadıklarının ortaya çıkması halinde Kurumumuz ve çalışanlarınca herhangi bir sorumluluk kabul edilmemiştir ve edilmeyecektir.

Kurumumuzca fiyat tespit raporu hazırlanan Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespiti yapılmamıştır. Muhataplarca değerlendirme yapılırken, fiyat tespit raporunda ifade edilen değer, hukuki ve vergi durum tespitleri haricinde belirlendiği gözardı edilmemelidir.

Bu Rapor elde edilen bilgilerin objektif ve bağımsız bir şekilde sorgulanması sonucunda oluşturulan ve makul oldukları düşünülen tahmin ve projeksiyonlara göre hazırlanmıştır. Tahmin ve projeksiyonların benimsenmesinde gösterilen özene rağmen, şartlar ve olayların beklenildiği gibi gelişmemesi ve gelecekte yaşanabilecek olumsuz gelişmeler nedeni ile raporda kabul edilen tahmin ve projeksiyonların gerçekleşmemesi mümkündür. Bu tür durumlarda Şirket değerinin öngörülen şekilde oluşmaması halinde Kurumumuz ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu olmayacaktır.

OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Sermaye Piyasası Kurul'unun Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kararı'nda belirtilen niteliklere sahip olduklarını ve bağımsızlık ilkelerine uyduğunu beyan ederiz.