

Gen İlaç ve Sağlık Ürünleri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi(“Gen İlaç” veya “Şirket”) “Fiyat Tespit Raporu” Değerlendirme Raporu

Bu değerlendirme raporu Sermaye Piyasası Kurulu’nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete’de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği’nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Gen İlaç ve Sağlık Ürünleri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi’nin halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. **Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup yatırımcılar, halka arza ilişkin izahname ve eklerini inceleyerek kararlarını vermelidirler.**

Halka Arz Yapısı:

GEN İLAÇ HALKA ARZ ÖZETİ	
İhraççı	Gen İlaç ve Sağlık Ürünleri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi
Konsorsiyum Lideri	Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Talep Toplama Tarihleri - Yöntemi	28-29-30 Temmuz 2021 – Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Çıkarılmış Sermaye	250.000.0000 TL
Sermaye Artırımı	50.000.000 TL
Sermaye Artırımı Sonrası Ödenmiş Sermaye	300.000.000 TL
Ortak Satışı	12.500.000 TL
Ek Satış	6.250.000 TL
Halka Arz Toplamı	62.500.000 TL (Ek Pay Satışı Hariç) 68.750.000 TL (Ek Pay Satışı Dahil)
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontosuz)	13,79 TL
Halka Arz İskontosu	22,0 %
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	10,75 TL
Halka Arz Büyüklüğü	671.875.000 TL (Ek Pay Satışı Hariç) 739.062.500 TL (Ek Pay Satışı Dahil)
Fiyat İstikrarı	İşlem görmeye başladıktan itibaren 30 gün süre ile planlanmaktadır

Kaynak: Gen İlaç İzahname ve Ekleri

Gen İlaç Hakkında

Şirket, 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 kılındığı 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.

Gen İlaç, 2017 yılından itibaren Ankara’da bulunan 40.000 m² alana kurulmuş olan üretim tesisinde kendi ürünlerini üretmektedir. Türkiye’de Ankara (Merkez), Ankara Fabrika, Ankara Depo, İstanbul İçerenköy, İstanbul Üsküdar, İzmir ve Trabzon ofislerinde faaliyet göstermektedir. Ayrıca, yurtdışında Azerbaycan, Kazakistan, Özbekistan ve Rusya temsilcilik ofisleri ile 2020 yılı itibarıyla faaliyete geçen Almanya şubesinde faaliyet göstermektedir.

Ortaklık Yapısı

Şirket’in güncel ortaklık yapısı, sermaye tutarları ve yüzdeleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Ortağın Adı	Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
		Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oran (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
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 Dinçer	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: Gen İlaç Fiyat Tespit Raporu

Finansal Durum ve Faaliyet Sonuçları

Şirket'in 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020, 31.03.2020 ve 31.03.2021 yılları bağımsız denetimden geçmiş özet kar veya zarar tablosu aşağıda sunulmuştur;

Özet Kar /Zarar Tablosu (TL)	01.01.2018 - 31.12.2018	01.01.2019 - 31.12.2019	01.01.2020 - 31.12.2020	01.01.2020 - 31.03.2020	01.01.2021 - 31.03.2021
Hasılat	1.180.434.205	1.795.146.033	2.149.967.988	432.950.707	806.241.648
Satışların Maliyeti	1.008.506.180	1.486.550.525	1.816.646.536	377.954.027	680.699.346
Brüt Kar	171.928.025	308.595.508	333.321.452	54.996.680	125.542.302
Esas Faaliyet Karı	50.898.726	171.975.347	222.130.859	35.456.784	89.831.305
Finansman Geliri Öncesi					
Faaliyet Karı	52.062.373	179.154.985	235.727.996	35.860.887	90.087.203
Sürdürülen Faaliyetler Vergi					
Öncesi Karı	7.037.669	159.075.827	216.833.060	28.749.810	84.250.281
Sürdürülen Faaliyetler Vergi					
Gideri (Geliri)	-1.552.755	-16.632.522	-9.735.421	-4.750.984	-2.496.419
Dönem Karı	6.524.321	143.118.051	207.034.652	23.998.826	81.753.862

Kaynak: Gen İlaç İzahname

Şirket'in brüt kar marjı 2018, 2019 ve 2020 yıl sonlarında sırasıyla %14,6, %17,2 ve %15,5 olarak gerçekleşmiştir. 31 Mart 2021 tarihi itibarıyla ise brüt kar marjı %15,6 seviyesindedir. 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. Şirket'in finansal tablolarında konsolide olarak gösterilen marjlar içerisinde, 2019 yılında yanan Genject fabrikasının finansallar üstünde yarattığı baskı ve düşen üretim miktarlarının sebep olduğu brüt zararın negatif etkisi mevcuttur. 2020 yılında Genject'in brüt kar marjı -%20,8 olarak gerçekleşmiş ve konsolide rakamları olumsuz etkilenmiştir.

FAVÖK	01.01.2018 - 31.12.2018	01.01.2019 - 31.12.2019	01.01.2020 - 31.12.2020	01.01.2020 - 31.03.2020	01.01.2021 - 31.03.2021
Brüt Kar	171.928.025	308.595.508	333.321.452	54.996.680	125.542.302
Faaliyet Giderleri	-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	8,11%	12,14%	11,27%	7,67%	12,36%

Kaynak: Gen İlaç İzahname

31 Aralık 2018 tarihi itibarıyla sona eren mali dönemde FAVÖK 95 milyon TL seviyesinde iken 31 Aralık 2019 tarihinde 218 milyon TL, 31 Aralık 2020 tarihinde 242 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Buna göre Şirket'in FAVÖK marjı ilgili dönemler itibarıyla %8,1, %12,1 ve %11,3 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in finansal tablolarında konsolide olarak gösterilen bu marjlar içerisinde, 2019 yılında yanan fabrikasının Genject solo finansallarında sebep olduğu %58,9 oranında FAVÖK marjının konsolide tablolara olumsuz etkisi mevcuttur.

Şirket'in 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020 ve 31.03.2021 yılları özel bağımsız denetimden geçmiş bilançosunun ana kalemleri aşağıda sunulmuştur:

Finansal Durum Tablosu (TL)				
Konsolide	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2020
Dönen Varlıklar				
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
Diğer Alacaklar	61.249.420	64.584.529	126.708.297	141.079.467
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 Vergi ile İlgili Varlıklar	-	545.355	545.956	-
Diğer Dönen Varlıklar	11.401.636	10.242.590	12.690.127	16.345.655
Toplam Dönen Varlıklar	266.852.764	374.544.037	662.012.328	553.776.766
Duran Varlıklar				
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 Varlıklar	145.764.105	185.688.012	416.229.665	434.478.472
Toplam Varlıklar	412.616.869	560.232.049	1.078.241.993	988.255.238
Kısa Vadeli Yükümlülükler				
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
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
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	3.325.104	4.365.952	5.060.160	9.514.085
Diğer Borçlar	5.844.197	1.741.678	229.515	6.801.247
Ertelenmiş Gelirler	724.986	10.722.791	3.813.607	397.788
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	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
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4.012	-	-	-
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	237.259.967	261.933.712	448.383.175	321.715.476
Uzun Vadeli Yükümlülükler				
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	51.880.823	46.982.243	42.167.719	33.723.862
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	8.472.899	3.021.031	4.994.489	3.718.762
Ertelenmiş Gelirler	149.713	-	-	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	2.266.467	2.811.470	4.894.969	5.221.033
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	-	20.440.553	20.596.121
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	62.769.902	52.814.744	72.497.730	63.259.778

Finansal Durum Tablosu (TL)				
Konsolide	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2020
Özkaynaklar				
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	102.234.213
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 veya Zararı	5.887.620	141.937.747	208.235.298	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
Toplam Özkaynaklar	112.587.000	245.483.593	557.361.088	603.279.984
Toplam Kaynaklar	412.616.869	560.232.049	1.078.241.993	988.255.238

Kaynak: Gen İlaç İzahname

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. 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 ikinci paya ticari alacaklar ve diğer alacaklar sahiptir. 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 gözlemlenmiştir. 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.

Şirket'in 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. 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019, 31 Aralık 2020 tarihleri itibarıyla sırasıyla 145,8 milyon TL, 185,7 milyon TL, 416,2 milyon TL tutarında gerçekleşmiştir. 31 Mart 2021 tarihi itibarıyla ilgili tutar 434,5 milyon TL'dir.

Şirket'in maddi duran varlıklarının toplam aktifler içerisindeki payı 2018, 2019, 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 kiralamaındaki 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 yatırım amaçlı gayrimenkuller arasında sınıflandırılan bir arsa satın almıştır. Ayrıca, Lal Değerleme firması tarafında yapılan gayrimenkul, taşıt ve makine tesisat değerlendirme farklılığından oluşan rakamlar da 2020 yıl son bilançosunda maddi duran varlıkların değerinin artmasına sebep olmuştur.

Şirket, 2018 yılında varlıklarının %72,7'sini yabancı kaynaklar ile finanse ederken, 2019 yılında bu oran %56,2'ye, 2020 yılında %48,3'e düşmüştür. 2021 yılının ilk çeyreğinde ise Şirket, toplam varlıklarının %39'unu yabancı kaynaklar ile finanse etmiştir.

2018 yılında toplam yabancı kaynakların %79,1'ini kısa vadeli yabancı kaynaklar oluştururken 2019 yılında %83,2'sini, 2020 yılında %86,1'ini ve 2021 yılının ilk çeyreğinde %83,6'sını kısa vadeli yabancı kaynaklar oluşturmuştur.

Önemli Hususlar

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

1. Hali hazırda devam eden yatırımların finansmanı ve hammadde temini

Halka arz gelirinin yaklaşık %15-20'lik kısmı Şirket'in Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı'ndan alınan Yatırım Teşvik Belgesi kapsamında yapılmakta olan fabrika ek üretim alanlarının yatırımının finansmanında kullanılması planlanmaktadır.

2. Şirket satın almaları ve/veya yurtiçi yeni yatırımlar

Halka arz gelirinin yaklaşık %60-70'inin bu amaçla kullanılması planlanmaktadır.

3. İşletme sermayesi kullanımı

Halka arz gelirinin yaklaşık %10-15'inin bu amaçla kullanılması planlanmaktadır.

4. Yeni ürün geliştirme ve pazar araştırmaları

Halka arz gelirinin yaklaşık %10-15'inin bu amaçla kullanılması planlanmaktadır.

Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşlerimiz

Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket için yapılan değerleme çalışmasında “Piyasa Çarpanları Analizi” ve “İndirgenmiş Nakit Akımları” yöntemleri kullanılmıştır.

“Çarpan Analizi” Yöntemi İle Piyasa Değeri Tespiti

Çarpan Analizi yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplamasında;

Firma Değeri/FAVÖK (“FD/FAVÖK”) oranı kullanılmıştır.

Şirket için piyasa çarpanları yöntemiyle yapılan değerlemede baz alınan rasyolarda

- Yurtiçi benzer şirketlerin piyasa çarpanları,
- Yurtdışı benzer şirketlerin piyasa çarpanları,

kullanılmıştır.

Yurtiçinde Deva Holding, yurtdışında ise Faes Farma SA, Karo Pharma AB, Chong Kun Dang Pharmaceutical Corp, China Resources Sanjiu Medical & Pharmaceutical Co Ltd., Caplin Point Laboratories Ltd., Genomma Lab Internacional SAB de CV, Amneal Pharmaceuticals Inc, Shandong Xinhua Pharmaceutical Co Ltd., Granuels India Ltd., Daewon Pharmaceutical Co Ltd. ve Nichi-Iko Pharmaceutical Co Ltd. şirketlerinin 2020 gerçekleşen ve 2021 tahmini çarpanları kullanılarak bir çarpan değerine ulaşılmıştır. Kullanılan çarpanlar aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Çarpan Analizi Sonucu	2020	2021T	Ortalama
FAVÖK	242.291.450	416.755.911	329.523.681
FD/FAVÖK	10,36x	8,45x	-
Net Borç	108.739.545	108.739.545	108.739.545
Piyasa Değeri	2.401.232.482	3.414.603.918	2.907.918.200
Pay Başına Değer (TL)	9,60	13,66	11,63

Kaynak: Gen İlaç Fiyat Tespit Raporu

“İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi” Yöntemi İle Piyasa Değeri Tespiti

İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) metodu 2021-2025 yılları için projekte edilmiştir.

Satışların Projeksiyonu:

Gen İlaç, kendi fabrikasından üretilmekte olan jenerik ilaçların büyük bir çoğunluğunun ruhsatlandırma aşamasını 2020 yılı ve 2021 yılının başlarında tamamlamıştır. Bununla birlikte, Şirket’in rapor tarihi itibarıyla ihracat pazarlarında Rusya, Kazakistan ve Azerbaycan’da yeni ürünlerin ruhsatlandırma işlemleri tamamlanmıştır. 2021 yılından itibaren Özbekistan’ın da ihracat kanalına eklenmesi hedeflenmektedir.

Gen İlaç ve Gen İlaç’ın konsolidasyonuna dahil edilen Genject ve Elixir şirketlerinin satış projeksiyonları yıllık bazda ve 2021-2025 yılları için tahmin edilmiştir.

2021-2025 Yıllarına İlişkin Net 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
Gen İlaç	2.947.085.541	3.921.891.424	4.855.301.829	5.935.719.933	7.066.547.966
Genject	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: Gen İlaç Fiyat Tespit Raporu

Yatırım Projeksiyonu:

Gen İlaç, yatırım projeksiyonları 2021-2025 yılları için tahmin edilmiştir.

2021-2025 Yıllarına İlişkin 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	-	-	-
Yeni, Arazide Genişleme Yatırımı	-	62.200.000	122.250.000	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: Gen İlaç Fiyat Tespit Raporu

İşletme Sermayesi İhtiyacı Projeksiyonu:

2021-2025 İşletme Sermayesi İhtiyacı Projeksiyonları (TL)					
	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
İşletme Sermayesi İhtiyacı	212.153.889	282.179.208	349.478.358	427.315.648	508.831.945

Kaynak: Gen İlaç Fiyat Tespit Raporu

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM):

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesabında; Risksiz getiri oranı hesaplanırken, Türkiye’de 25.11.2020 tarihinde ihraç edilen 10 yıllık TL tahvil (ISIN TRT131130T14) oranındaki değişimler takip edilerek, mevcut durum için %15 esas alınmıştır. Değerleme çalışmasında Beta 1 olarak kabul edilmiştir. Piyasa risk primi olarak %5,5 kullanılmıştır.

Şirket’in önümüzdeki dönemde yatırımlarını %40 borç ve %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.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine Göre Değerleme Sonuçları

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%	39,1%	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	683.685.063	869.921.860	1.080.259.478
yıllık büyüme		142,9%	10,1%	67,5%	40,4%	30,6%	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	56.449.292	65.667.370	73.761.459
yıllık büyüme		27,4%	24,4%	122,5%	13,6%	13,1%	16,3%	12,3%
Satışlara Oranı	1,1%	0,9%	0,9%	1,5%	1,3%	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%	29,1%	26,4%	23,3%
FAVÖK Marjı	8,1%	12,1%	11,3%	14,0%	14,5%	15,1%	15,6%	16,1%
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%
Satışlara Oranı	6,1%	5,1%	6,8%	7,2%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
(-) İşletme Serm. Değişim		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	109.300.000	140.250.000	139.250.000	73.761.459
Satışlara Oranı	0,6%	3,1%	4,8%	4,2%	2,8%	2,9%	2,3%	1,0%
(-) Vergi	1.552.755	16.632.522	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	782.691.286
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 Toplam	1.375.784.725							
Uç Değer	2.722.538.310							
Toplam	4.098.323.035							
Azinlık Payları - 7.4x	3.338.902							
Net Borç	108.739.545							
Pivasa Değeri	3.986.244.587							

Kaynak: Gen İlaç Fiyat Tespit Raporu

İNA Özeti

İNA Toplamı	1.375.784.725
Sonsuz Değer	2.722.538.310
Toplam	4.098.323.035
Azınlık Payları	3.338.902
Net Borç	108.739.545
Piyasa Değeri	3.986.244.587

Kaynak: Gen İlaç Fiyat Tespit Raporu

Sonuç

Gen İlaç şirket değerlemesi İndirgenmiş Nakit Akımları %50 ile Piyasa Çarpanları %50'şer oran verilerek hesaplanmıştır. Değerleme sonucunun özeti aşağıda olan tabloda yer almaktadır:

Değerleme Sonucu	Piyasa Değeri	Ağırlık	Sonuç
İNA analizi	3.986.244.587	50%	1.993.122.294
Çarpan analizi	2.907.918.200	50%	1.453.959.100
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		100%	3.447.081.394
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer			13,79

Kaynak: Gen İlaç Fiyat Tespit Raporu

Halka Arz Öncesi Değer İskonto Hesabı (TL)

Nominal sermaye	250.000.000
Halka arz fiyatı	10,75
İskonto öncesi piyasa değeri	3.447.081.394
İskonto sonrası piyasa değeri	2.687.500.000
İskonto oranı	22%

Kaynak: Gen İlaç Fiyat Tespit Raporu

Genel Değerlendirme

- ✓ Raporla Şirket hakkında verilen bilgi, açıklama ve mali tablolar yeterlidir. Değerleme için kullanılan yöntemler ayrıntılı ve net bir şekilde açıklanmıştır.
- ✓ Benzer şirketler hakkında verilen bilgilerin açıklayıcı olduğunu düşünmekle birlikte, benzer şirket analizinde yurtiçinden tek şirket yerine daha geniş bir örneklem alınmasının daha uygun olacağını düşünmekteyiz.

- ✓ AOSM hesaplanırken, risksiz getiri oranı için Türkiye’deki 10 yıllık TL tahvilin değişimleri dikkate alınarak %15 esas alınmıştır, ancak bu tahvilin güncel getirisinin dikkate alınmasının daha uygun olacağını düşünmekteyiz. AOSM hesaplamasında, borç oranı %40 olarak projekte edilmiştir. Ancak Şirket’in 31.03.2021 tarihi itibarıyla sermaye yapısındaki borç ağırlığı %17 seviyesindedir. AOSM değerinin, Şirket’in mevcut sermaye yapısına göre hesaplanması durumunda AOSM’nin farklılaşacağını belirtmek isteriz.
- ✓ İndirgenmiş Nakit Akımları analizinde kullanılan satış gelirleri, satışların maliyeti, faaliyet giderleri, net işletme sermayesi, ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti gibi tahmin yapılarak elde edilen sonuçların projeksiyonların farklılaşması halinde farklı pay değerine ulaşılacağını belirtiriz.

Sonuç

İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Analizleri Yöntemlerine göre hesaplanan iskonto uygulanmış 10,75 TL pay başına değeri, yukarıda belirttiğimiz çekinceler dışında, makul bulmaktayız.

‘Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.’