

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Gen İlaç ve Sağlık Ürünleri Sanayi ve Ticaret fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

Gen İlaç ve Sağlık Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Gen İlaç ve Sağlık Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	
Borsa Kodu	GENIL
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Tahsisatlar	Yurt İçi Bireysel : %34 Şirket Çalışanları: %1 Yurt İçi Kurumsal : %35 Yurt Dışı Kurumsal : %30
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	28-29-30 Temmuz 2021
Halka Arz Öncesi Sermaye	250.000.000 TL
Sermaye Artırımı	50.000.000 TL
Ortak Satışı	12.250.000 TL
Ek Satış	6.250.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	300.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	20,75%
Talep Toplama Fiyatı	10,75 TL
Halka Arz Büyüklüğü	669.187.500 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	736.375.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	2.687.500.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	3.225.000.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2021Ç1	10,07
FD/FAVÖK 2021Ç1	9,06
PD/DD 2021Ç1	4,45

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2021Ç1	12,08
FD/FAVÖK 2021Ç1	9,06
PD/DD 2021Ç1	2,83

Özet Bilgi

- Gen, 1997 yılında "Gen İlaç ve Sağlık Ürünleri San ve Tic. Ltd. Şii." ticaret unvanı ile Yasemin Bahar Tutul 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 değiştirerek anonim şirkete dönüşmüş ve ticaret unvanı "Gen İlaç ve Sağlık Ürünleri San. ve Tic. A Ş." olmuştur.
- Gen mevcut durumda, ender görülen hastalıkların tedavisinde ve bu hastalıklara bağlı olarak gelişen fonksiyon bozukluklarının giderilmesinde kullanılan ilaçların yurt dışındaki 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.
- 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, yurt dışında Azerbaycan, Kazakistan, Özbekistan ve Rusya temsilcilik ofisleri ile 2020 yılı itibarıyla faaliyete geçen Almanya şubesinde faaliyet göstermektedir.
- Gen, yurt içinde 34 adet ilacın, Azerbaycan 22, Rusya'da 1, Kazakistan'da 6, Filipinler'de 2 ve Endonezya'da 2 adet ilacın ruhsatına sahiptir. Yurt içinde 34 adet ilacın 17 adeti ithal olup 17 adeti üretimden gelmektedir. Ruhsatlı ilaçlar, Gen'in yurt dışındaki ilaç firmalarıyla Türkiye ve/veya birden fazla ülke için distribütörlük anlaşması imzalaması neticesinde, Türkiye'de veya yetkili kılındığı diğer ülkelerde ruhsatlandırılmasını yaptığı orijinal ilaçlar veya Gen'in hakları kendisine ait olup Türkiye'de veya yurt dışında ruhsatlandırdığı jenerik ilaçlardır.
- 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 Kullanım Yerleri

- %60-%70'lik kısmı sağlık sektöründe mevcut ürün portföyüne katkı sağlayacak, aynı zamanda yurt içi ve yurt dışı büyümesini destekleyecek ilaç ve aşı üretim alanlarında şirket satın alımları ve/veya yeni fabrika yatırımlarında
- %15-%20'lik kısmı Şirket'in Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı'ndan alınan Yatırım Teşvik Belgesi kapsamında yapılmakta olan fabrika ek üretim alanlarının yatırımının finansmanında
- %10-%15'lik kısmını işletme sermayesi olarak tutmayı planlamakta
- %10-%15'lik kısmını ise pazar ve ürün araştırma faaliyetlerinde kullanmayı hedeflemektedir.

Ortaklık Yapısı

Gen İlaç Ortaklık Yapısı		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
Hissedar	Grubu	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Abidin Gülmüş	A	55.000.000	22,00%	55.000.000	18,33%	55.000.000	18,33%
	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		0,00%	62.500.000	20,83%	68.750.000	22,92%
Toplam		250.000.000	100,0%	300.000.000	100,0%	300.000.000	100,0%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Mali Tablolar

Gen İlaç Bilanço (TL)				
VARLIKLAR	2018	2019	2020	2021/03
Dönen Varlıklar	266.852.764	374.544.037	662.012.328	553.776.766
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	1.461.650	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
Duran Varlıklar	145.764.105	185.688.012	416.229.665	434.478.472
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 Varlıklar	412.616.869	560.232.049	1.078.241.993	988.255.238

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

KAYNAKLAR	2018	2019	2020	2021/03
Kısa Vadeli Yükümlülükler	237.259.967	261.933.712	448.383.175	321.715.476
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
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	3.251.177	6.890.756	12.933.105	18.953.367
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	102.371.019	134.738.290	292.394.698	182.311.203
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
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	3.767.028	1.426.543	47.387	1.428.106
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	2.077.169	315.135	182.128	5.373.141
Ertelenmiş 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
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli k</i>	2.382.955	3.090.497	5.332.348	1.870.161
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	7.900.284	8.093.166	8.078.983	10.175.703
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4.012			
Uzun Vadeli Yükümlülükler	62.769.902	52.814.744	72.497.730	63.259.778
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
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli</i>	2.266.467	2.811.470	4.894.969	5.221.033
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü			20.440.553	20.596.121
Özkaynaklar	112.587.000	245.483.593	557.361.088	603.279.984
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
<i>Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak</i>	-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	5.887.620	141.937.747	208.235.298	83.000.163
Ana Ortaklığı 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 Kaynaklar	412.616.869	560.232.049	1.078.241.993	988.255.238

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Gen İlaç Gelir Tablosu						
TL	2018	2019	2020	2020/03	2021/03	Son 4Ç
Hasılat	1.180.434.205	1.795.146.033	2.149.967.988	432.950.707	806.241.648	2.523.258.929
Yıllık Değişim		52,1%	19,8%		86,2%	
Satışların Maliyeti (-)	-1.008.506.180	-1.486.550.525	-1.816.646.536	-377.954.027	-680.699.346	-2.119.391.855
Yıllık Değişim		47,4%	22,2%		80,1%	
Brüt Kar	171.928.025	308.595.508	333.321.452	54.996.680	125.542.302	403.867.074
Yıllık Değişim		79,5%	8,0%		128,3%	
Brüt Kar Marjı	14,6%	17,2%	15,5%	12,7%	15,6%	16,0%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-23.550.786	-29.860.952	-38.221.977	-8.544.348	-15.484.628	-45.162.257
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-62.696.888	-76.598.638	-72.556.769	-17.608.420	-20.838.240	-75.786.589
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-2.450.962					
Faaliyet Karı	83.229.389	202.135.918	222.542.706	28.843.912	89.219.434	282.918.228
Yıllık Değişim		142,9%	10,1%		209,3%	
Faaliyet Kar Marjı	7,1%	11,3%	10,4%	6,7%	11,1%	11,2%
Amortisman	12.457.176	15.873.176	19.748.744	4.382.259	10.414.231	25.780.716
FAVÖK1	95.686.565	218.009.094	242.291.450	33.226.171	99.633.665	308.698.944
Yıllık Değişim		127,8%	11,1%		199,9%	
FAVÖK1 Marjı	8,1%	12,1%	11,3%	7,7%	12,4%	12,2%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	39.524.935	17.472.640	40.566.656	11.199.249	14.731.486	44.098.893
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-71.855.598	-47.633.211	-40.978.503	-4.586.377	-14.119.615	-50.511.741
Esas Faaliyet Karı	50.898.726	171.975.347	222.130.859	35.456.784	89.831.305	276.505.380
Yıllık Değişim		237,9%	29,2%		153,4%	
FAVÖK2	63.355.902	187.848.523	241.879.603	39.839.043	100.245.536	302.286.096
Yıllık Değişim		196,5%	28,8%		151,6%	
FAVÖK2 Marjı	5,4%	10,5%	11,3%	9,2%	12,4%	12,0%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1.170.075	7.256.672	21.005.534	404.103	255.898	20.857.329
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-6.428	-77.034	-7.408.397			-7.408.397
Finansman Gelir/(Gideri) Öncesi Faaliyet Karı	52.062.373	179.154.985	235.727.996	35.860.887	90.087.203	289.954.312
Finansman Gelirler	51.469.958	17.304.687	25.721.922	5.051.078	5.089.319	25.760.163
Finansman Giderleri (-)	-96.494.662	-37.383.845	-44.616.858	-12.162.155	-10.926.241	-43.380.944
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar	7.037.669	159.075.827	216.833.060	28.749.810	84.250.281	272.333.531
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/(Gideri)	-1.552.755	-16.632.522	-9.735.421	-4.750.984	-2.496.419	-7.480.856
Dönem Vergi Gideri	-5.415.200	-15.236.627	-4.392.927	-3.239.367	-2.651.063	-3.804.623
Ertelenmiş Vergi Geliri	3.862.445	-1.395.895	-5.342.494	-1.511.617	154.644	-3.676.233
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı	5.484.914	142.443.305	207.097.639	23.998.826	81.753.862	264.852.675
Durdurulan Faaliyetler Dönem Karı/Zararı	1.039.407	674.746	-62.987			-62.987
Net Dönem Karı	6.524.321	143.118.051	207.034.652	23.998.826	81.753.862	264.789.688
Dönem Karının Dağılımı						
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	636.701	1.180.304	-1.200.646	-258.386	-1.246.301	-2.188.561
Ana Ortaklık Payları	5.887.620	141.937.747	208.235.298	24.257.212	83.000.163	266.978.249

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Değerleme

- Oyak Yatırım, Gen'in halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı ve Çarpan metodunu kullanmış olup, her iki yöntem de eşit ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Gen özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- Oyak Yatırım tarafından Gen'in halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanlarının medyanı kullanılmıştır. FD/FAVÖK çarpanının medyan değerinin kullanılması ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanının da kullanılması dahi gösterilmiş olması tarafımızca makuldür.
- Oyak Yatırım, Şirket'in 31.12.2020 tarihli bilançosundaki net borç ile 2020 FAVÖK ve 2021 tahmini FAVÖK değerleri çarpan analizinde kullanmıştır.

Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpan Analizi

- Gen'in 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.'nin FD/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. Yurt dışı tarafta da aynı şekilde Gen ile aynı alanda faaliyet gösteren şirketler incelenmiş ve 11 şirket seçilerek çarpan analizine dahil edilmiştir. 2020 FD/FAVÖK ve 2021 tahmini FD/FAVÖK çarpanlarının medyan değerlerinin kullanılmış olması tarafımızca makul karşılanmakla birlikte 2021 tahmini yerine 2021 yılı ilk çeyrek yıllıklandırılmış verilerinin kullanılarak hesaplama yapılmasının daha doğru olacağı kanaatindeyiz.

Karşılaştırılabilir Şirket Çarpanları	FD/FAVÖK		F/K	
	2020	2021T	2020	2021T
Deva Holding*	9,1	7,5	7,8	5,7
Faes Farma SA	8,9	8,4	14,2	13,8
Karo Pharma AB	25,4	17,4	258,4	51,6
Chong Kun Dang Pharmaceutical Corp	10,2	9,9	16,5	16,4
China Resources Sanjiu Medical & Pharmaceutical Co Ltd	10,7	8,1	14,7	12,8
Caplin Point Laboratories Ltd	12,1	9,5	18,4	15,2
Genomma Lab Internacional SAB de CV	8,6	7,3	14,1	11,0
Amneal Pharmaceuticals Inc	11,7	7,6		6,5
Shandong Xinhua Pharmaceutical Co Ltd	10,6	8,3	16,6	15,6
Granules India Ltd	10,1	9,6	14,7	14,3
Daewon Pharmaceutical Co Ltd	9,7	8,5	19,2	14,1
Nichi-Ikp Pharmaceutical Co Ltd	13,3	9,9		13,3
Medyan	10,36	8,45	14,71	13,96

*Yurt içinde benzer şirket olarak varsayılan DEVA için piyasa beklentisi bulunmadığından dolayı, 2021/03 finansalları yıllıklandırılıp tahmini bir değer bulunmuştur.

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Çarpan analizinde Gen ile karşılaştırılabilir yurt içi ve yurt dışı şirketlerin çarpanları kullanılmış olup, 2020 ve 2021 tahmini FD/FAVÖK çarpanlarından elde edilen değerler eşit ağırlıklandırılarak Şirket için 2.907.918.200 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Çarpan Analizi Sonucu (TL)	Değer
2020 FD/FAVÖK (x)	10,36
2020 FAVÖK	242.291.450
Net Borç 2020	108.739.545
2020 FD/FAVÖK Çarpan Değeri	2.401.232.482
2021T FD/FAVÖK (x)	8,45
2021T FAVÖK	416.755.911
Net Borç 2020	108.739.545
2021T FD/FAVÖK Çarpan Değeri	3.414.603.918
Ortalama Çarpan Değeri	2.907.918.200

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş yıl verileri ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2021-2025 yılları için projekte edilmiştir.
- **Satışlar:** 2021-2025 arası satış gelirleri tahminlerine ulaşırken 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 olacağı 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 tamamlanmış ve Gen'in ihracat pazarlarında Rusya, Kazakistan ve Azerbaycan'da yeni ürünlerin ruhsatlama işlemleri de tamamlanmıştır. 2021 yılından itibaren, Özbekistan'ın da ihracat kanalına eklenmesi hedeflenmektedir.
- Gen'nin 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. 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.
- **Faaliyet Giderleri:** 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 2021-2025 yılları arasında operasyonel harcamaların hasılat oranının ortalama %5,4 seviyelerinde olması beklenmektedir.
- **İşletme Sermayesi:** Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca alacak tahsil süresinin 22, stokta kalma süresinin 45 ve borç ödeme süresinin 40 gün olacağı varsayılmıştır. Şirket'in son 3 yıllık ortalama

tahsilat, ortalama stokta kalma ve ortalama borç süreleri incelendiğinde sırasıyla 23, 44 ve 45 olduğu görülmektedir. Son 3 yıl ortalamaları göz önünde bulundurulduğunda öngörülen gün süreleri, tarafımızca makul karşılanmaktadır.

- **Yatırım Harcamaları:** Şirketin öngörülleri kapsamında projeksiyon dönemi boyunca şirketin planladığı yatırımlar dikkate alınmıştır.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlamaya Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
 - **Risksiz Getiri Oranı:** Türkiye'de 25.11.2020 tarihinde ihraç edilen 10 yıllık tahvil (ISIN TRT131130T14) oranındaki değişimler takip edilmiş olup, seviyeler göz önüne alındığında mevcut durum için risksiz getiri oranı %15 olarak kabul edilmiştir. Rapor tarihindeki (22.06.2021), Türkiye 10 yıllık tahvil faizleri göz önünde bulundurulduğunda %15'lik risksiz getiri oranının düşük kaldığı kanaatindeyiz.
 - **Piyasa risk primi:** %5,5 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Beta:** Beta, halka arz olacak şirketlerin henüz işlem görmeye başlamadığı gerçeği ve bu açıdan istatistiki hesaplamaların imkânsızlığından 1 olarak kabul edilmiş olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
 - **Özsermaye Maliyeti :** %20,50 olarak hesaplanmıştır.
 - **Borçlanma Maliyeti:** Şirketin vergi öncesi borçlanma maliyeti %20 olarak alınmıştır ve tarafımızca makul karşılanmaktadır.
 - **Borç Oranı:** Şirket'in finansal borçlarının, finansal borç ve özkaynak toplamına oranı olarak %40 kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır. Böylelikle AOSM %18,7 olarak hesaplanmıştır.
- Oyak Yatırım'ın tüm varsayımları aynı kalarak sadece risksiz getiri oranı %18 olarak alındığında AOSM %20,50 olarak hesaplanmaktadır.
- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %5 olarak varsayılmıştır.
- Sonuçta İNA'dan şirket için, firma değerinden 108.739.545 TL net borç düşülerek 3.986.244.587 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu (TL)	Ağırlık	Değer
İNA	50,00%	3.986.244.587
Çarpan Analizi	50,00%	2.907.918.200
Ağırlıklandırılmış Değer	100,00%	3.447.081.394
Ödenmiş Sermaye		250.000.000
Pay Başı Değer (TL)		13,8
Halka Arz İskontosu		22%
Halka Arz Fiyatı (TL)		10,75

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA ve çarpan analizinden hesaplanan piyasa değerlerine eşit ağırlık verilmiş ve %22 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 10,75 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %22'lik iskontonun makul olduğunu, değerde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Gen'in fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Gen özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Oyak Yatırım tarafından Gen'in halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanlarının medyanı kullanılmıştır. FD/FAVÖK çarpanının medyan değerinin kullanılması ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanının da kullanılmasa dahi gösterilmiş olması tarafımızca makuldür.
- Gen'in 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 bulunmama ile birlikte, özellikle sağlık ve ilaç sektöründe faaliyet gösteren şirketler incelenmiş ve Gen'e en yakın olarak değerlendirilen Deva Holding A.Ş.'nin FD/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. Yurt dışı tarafta da aynı şekilde Gen ile aynı alanda faaliyet gösteren şirketler incelenmiş ve 11 şirket seçilerek çarpan analizine dahil edilmiştir. 2020 FD/FAVÖK ve 2021 tahmini FD/FAVÖK çarpanlarının medyan değerlerinin kullanılmış olması tarafımızca makul karşılanmakla birlikte 2021 yılı ilk çeyrek yıllıklandırılmış verilerinin kullanılarak hesaplama yapılmasının daha doğru olacağı kanaatindeyiz.
- İNA metodunda Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2021-2025 yılları için projekte edilmiş olması makuldür.
- Risksiz getiri oranı, Türkiye'de 25.11.2020 tarihinde ihraç edilen 10 yıllık tahvil (ISIN TRT131130T14) oranındaki değişimler takip edilmiş olup, seviyeler göz önüne alındığında mevcut durum için risksiz getiri oranı %15 olarak kabul edilmiştir. Rapor tarihindeki (22.06.2021), Türkiye 10 yıllık tahvil faizleri göz önünde bulundurulduğunda %15'lik risksiz getiri oranının düşük kaldığı kanaatindeyiz. Risksiz getiri oranı %15 olarak alındığında AOSM %18,7 olarak hesaplanırken, Oyak Yatırım'ın tüm varsayımları aynı kalarak sadece risksiz getiri oranı %18 kabul edildiğinde AOSM %20,50 olarak hesaplanmaktadır.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken Çarpan Analizi ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmış olması tarafımızca makul bulunmaktadır.
- Uygulanan %22'lik iskontonun makul olduğunu, değerde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.
- Sonuç olarak Gen'in halka arz fiyatının tespit edilmesinde %22 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 10,75 TL pay başı talep toplama fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.