

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	GENIL
Mevcut Fiyat (TL)	69.70
Hedef Fiyat (TL)	109.60
Getiri Potansiyeli (%)	57%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	35.94 78.70
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	125
Sermaye (mln TL)	300
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	20,910
Hedeflenen Piyasa Değeri	32,883
Net Borç	19
Firma Değeri	20,936

Hisse Performansı

	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	12%	39%	0%	49%
BIST100 Rölatif Getiri	16%	22%	-11%	25%

Özet Veriler (mln TL)

	2022	2023T	2024T	2025T
Satış Gelirleri	5,445	6,533	12,237	15,977
FAVÖK	751	935	2,209	2,972
Net Kar	1,080	860	2,461	3,207
Hisse Başı Kar	3.60	2.87	8.20	10.69

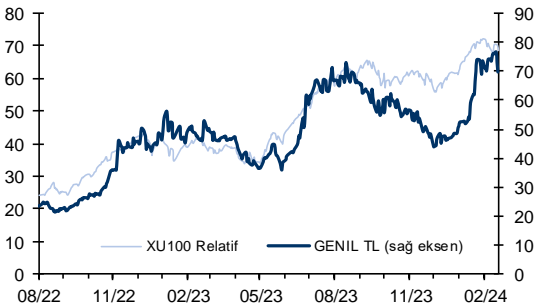
Satış Büyümesi	117.7%	20.0%	87.3%	30.6%
FAVÖK Büyümesi	139.7%	24.4%	136.4%	34.5%
Net Kar Büyümesi	247.6%	-20.4%	186.3%	30.3%

FAVÖK Marjı	13.8%	14.3%	18.1%	18.6%
Net Kar Marjı	19.8%	13.2%	20.1%	20.1%

Tahminler ve Rasyolar

	2022	2023T	2024T	2025T
FD/Ciro	1.2x	3.2x	1.7x	1.3x
FD/FAVÖK	8.5x	22.4x	9.5x	7.0x
F/K	6.4x	24.3x	8.5x	6.5x
PD/DD	5.3x	7.5x	2.5x	1.7x
Net Borç/FAVÖK	-0.7x	0.1x	0.1x	0.1x

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Fiyatlar 13 Mart 2024 tarihi itibarıyla.

Ortaklık Yapısı

Abidin Gülümüş	73.22%
Semra Gülümüş	1.25%
Şükrü Türkmen	1.25%
Ömer Dinçer	1.25%
Absele Emlak İnşaat Limited Şirketi	0.42%
Halka Açık	22.61%

Strateji ve Araştırma

DenizbankYatirimHizmetleriGrubuStratejiVeArastirma@denizbank.com

Gen İlaç (GENIL TI)

GENetik potansiyeli yüksek

AL – Hedef Fiyat: 109,60 TL (12-ay)

Hatırlanacağı üzere Gen İlaç (GENIL) ile son dönem gelişmeleri üzerine Ocak ayında toplantı gerçekleştirmiş, gelecek döneme dair sektördeki gelişmelere göre belirlenen Şirket'in stratejisini ve ön plana çıkan önemli notları 25 Ocak 2024 tarihinde yayımladığımız [Toplantı Notu](#) ile paylaşmıştık.

Toplantı sonrasında Şirket'in sektördeki konumu, iş modeli ve büyüme hedefleri oldukça dikkatimizi çekti ve üzerine yoğunlaşma yönündeki düşüncelerimizi destekledi. Bunun üzerine Şirket'in Ankara'da yer alan fabrikasına yerinde ziyarette bulduk ve Araştırma kapsamına almaya yönelik detaylı gözlemler gerçekleştirdik.

Gen İlaç'ı, (i) yenilikçi tedavi yöntemleri (ii) nadir ve teknolojik çözümleri (iii) geniş ruhsat sahipliği (iv) büyüme hedefleri (v) temettü politikası (vi) finansal yönetimi gerekçeleriyle beğeniyoruz.

Tüm bu gelişmeler çerçevesinde Gen İlaç'ı Araştırma kapsamımıza dahil etmeye ve uzun vadede izlemeye karar verdik. Gen İlaç için 12-aylık hedef fiyatımızı 109,60 TL olarak belirlerken tavsiyemizi AL olarak paylaşıyor ve Araştırma kapsamımıza alıyoruz. 2024 tahminlerimize göre hisse 8,5 F/K ve 9,5x FD/FAVÖK çarpanlarından işlem görmektedir. Ancak, modelimizin enflasyon muhasebesi rakamlarını içermediğini ve bugüne kadar açıklanan tarihsel veriler üzerinden olduğunu önemle belirtmek isteriz. Enflasyon muhasebesinin finansal tablolar üzerinde yarattığı karmaşayı göz ardı ederek Şirket hikayesinin önemli olmasına inanmamız bu raporu yayınlamamızdaki en önemli unsur konumundadır.

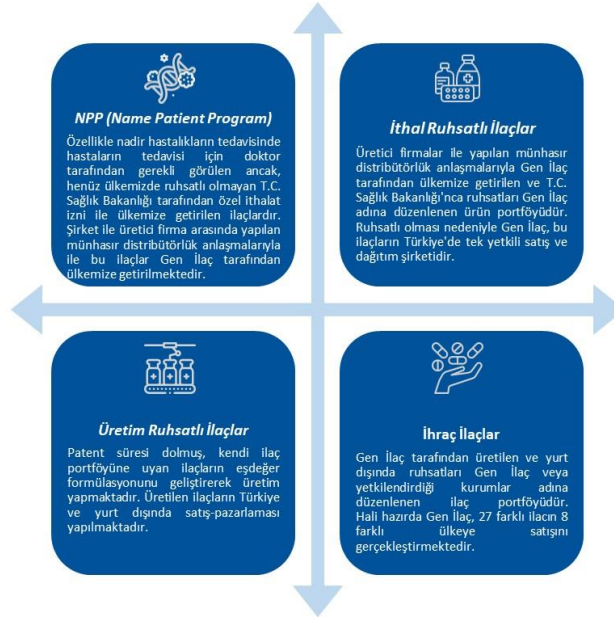
- Kısaca Gen İlaç kimdir?** 1998 yılında temelleri atılan Gen İlaç, bugün, 20 yıldan fazla deneyimi ile ilaç imalatı ve sağlık ürünleri alım ve satım alanında faaliyet göstermektedir. Özellikle nadir görülen hastalıkların tedavisinde kullanılan ilaçlarıyla dikkat çeken Şirket'in ilaç portföyünde; NPP, ithal ruhsatlı ilaçlar, üretim ruhsatlı ilaçlar ve ihraç ilaçlar üzere dört ana grup bulunmaktadır. Şirket, NPP ilaç alanında ürün portföyü ile pazar lideri konumundadır.
- Gen İlaç, 43 bin m² alanda, 60 milyon kutu/yıl kapasiteye sahiptir.** Halihazırda kapasitesinin tamamını kullanmayan Şirket, hem Türkiye hem de var olduğu diğer ülkelerde bu kapasitesini kullanarak gelirlerini artırma potansiyeline sahiptir. Bunun yanı sıra hem karlılığını pozitif etkileyecek hem de yeni hikayeler yaratma potansiyeli taşıyan oldukça önemli yatırımları bulunmaktadır. Son veriler ışığında GES yatırımı brüt kar açısından 3 puanlık katkıya işaret ederken, depo yatırımının da operasyonlara destek olmasını ve karlılık tarafında katkı sağlanmasını beklemekteyiz. Ek olarak, Azerbaycan yatırımı, Şirket'in gerek var olan bölgelerdeki etkinliğini artıracak gerekse de yeni bölgelere ulaşmasını sağlayacak temellere sahiptir.
- 2021 yılında halka arz olan Gen İlaç, halka açıldığından bugüne dek temettü sözünü yerine getirmiştir.** 2024 yılında da temettü ödemesi beklentimizin yanında mevcut bedelsiz sermaye artışı potansiyeli ile de (hesaplamalarımıza göre) dikkat çekmektedir.

İçerik

Detay bakış	3
Net yabancı işlemleri & son 90 güne ait yabancı payı	11
Değerleme yöntemi	12
İNA yöntemi (mn EUR).....	12
Finansal tablolar	13
Yasal Uyarı	14
Derecelendirme	14

Detay bakış

- **Kısaca Türkiye’de ilaç sektörü.** İlaç sektörü, yüksek standartların bulunması ve yüksek araştırma-geliştirme harcama/yatırımlarının yapılması bakımından katma değer üretimiyle farklılaşan bir konumdadır. Hem know-how gerektirmesi hem de regülasyon ve yüksek standartları sebebiyle doğal bariyerleri bulunmaktadır. Türkiye’de ilaç sektörü, nominal bazda ve kutu bazında değerlendirilerek pazarın gelişimi izlenebilmektedir. İlaç Endüstrisi İşverenler Sendikası (“İEİS”) verilerine göre, 2020-23 yılları arasındaki kutu bazında YBBO’ya baktığımızda, %9,7 büyüme, TL bazında ise %63,9 büyüme görülmüştür. 2023 yılında, kutu bazında ithal edilen ilaçlar toplam ilaçların %8,6’sını oluştururken, imal edilen ilaçlar ise %91,4’ünü oluşturmaktadır. TL bazında ise, ithal edilen ilaçlar satışların %42,1’ini oluştururken, imal edilen ilaçlar ise %57,9’unu oluşturmaktadır. İlaçların fiyatlandırmasında regülasyon uygulaması vardır. Buna göre; yürürlükte olan mevzuat gereği ilaç fiyatlarının belirlenmesinde; Fransa, İtalya, İspanya, Portekiz ve Yunanistan referans ülkeler olarak değerlendirilmekte olup, EURTRY kuruna göre **Düzeltilmiş Avro Değeri (“DAD”)** belirlenir. Enflasyonun ve EURTRY kurunun volatil (oynak) olduğu 2022 yılında üç defa, 2023’te ise iki defa DAD güncellenmesine gidilmiştir. Normalde yılda tek sefer yapılan güncellemenin önümüzdeki yıllarda iki defa yapılması beklenmektedir.
- **Gen İlaç’ın ilaç portföyünde; NPP (hasta adına özel ilaçlar), ithal ruhsatlı ilaçlar, üretim ruhsatlı ilaçlar ve ihracat ilaçları olmak üzere dört grup bulunmaktadır.** Bu ilaçlara ait detaylara aşağıdaki şemada yer verilmiştir.

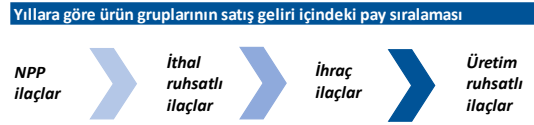


- Yukarıda da değindiğimiz üzere, ilaç sektörü denildiğinde akıllara ilk olarak kur riski gelmektedir. Gen ilaç, bu riske karşı hem doğal olarak hem de yaptığı anlaşmalar ile kendini korumayı başarmaktadır. Gelin kategori bazında iş modelleri ve kur risklerini inceleyelim:

- **NPP ürün grubu nadir hastalıklar için özel izinle tedarik edilmektedir.** Alım ve satım işlemleri yabancı para cinsinden yapılmakta ve alıcılar tarafından peşin ödeme yapılmaktadır. Kur ve tahsilat riski bulunmamaktadır.
- **Ruhsatlı ilaçların Türkiye içinde satıldığı grupta kısmen riski bulunmaktadır.** Bu kategorinin içinde yer alan ilaç grupları üreticilerine ve gruplarına göre farklı fiyatlandırmalara tabidir. Şirket'in kan ürünü sınıfındaki ruhsatlı ilaçları yasal düzenlemeler nedeniyle 15 günde bir fiyat güncellemesine tabi tutulmaktadır. Diğer gruplarda ise, üreticilerle yapılan anlaşmalar ile kur riskinin azaltılması sağlanmaktadır.
- **Üretim ruhsatlı ürünlerde girdi maliyetlerinin büyük kısmının döviz bazlı olması ve satış fiyatlarının Düzeltilmiş Avro Değeri üzerinden hesaplanması nedeniyle kur riski söz konusudur.**
- **İhraç edilen ilaçların girdi maliyetinin döviz olmasına karşı, satışlarının döviz cinsinden gerçekleşmesi nedeniyle kur riski bulunmamaktadır.**



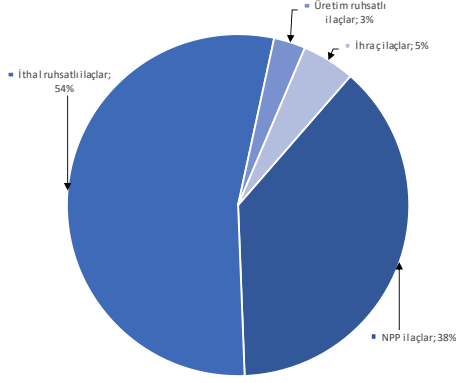
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Şirket verileri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Şirket verileri

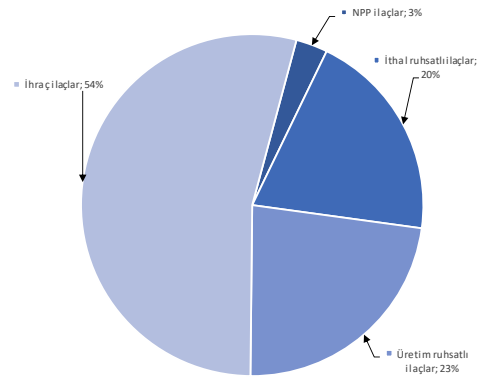
- Kısaca özetlemek gerekirse, geçmiş yıllara göre satışların büyük bir kısmını oluşturan NPP iş kolu ve ihraç ilaçlar kur riski taşımamaktadır. Satışlarda ikinci büyük paya sahip iş kolu olan ithal ruhsatlı ilaçlarda ise yapılan sözleşmelerle kur riski en aza indirilmiştir. Kur riskinin en çok bulunduğu, üretim ruhsatlı ilaçlar grubudur. Satış geliri içinde kur riski barındıran ürünler ortalama %5-10 arasında olması nedeniyle, Şirket'in rakiplerine göre kur riskini daha az oranlarda taşıdığını söyleyebiliriz.

9A23 verilerine göre satış geliri kırılımı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Şirket verileri

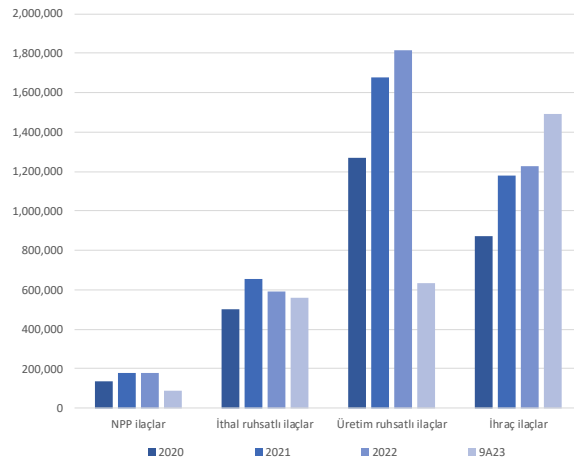
9A23 verilerine göre kutu bazında satış kırılımı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Şirket verileri

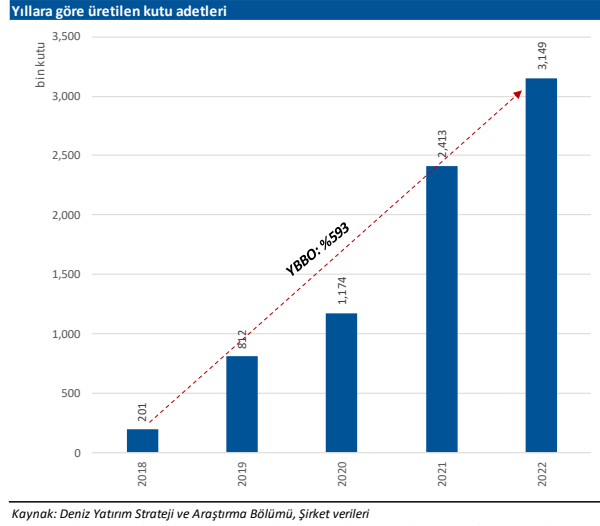
- Son açıklanan finansal verilere göre, satışların %54'ü ithal ruhsatlı ilaç, %38'i NPP ilaçlar, %5'i ihraç ilaçlar ve %3'ü üretim ruhsatlı ilaçlardan oluşmaktadır. Kutu bazında baktığımızda ise %54'ü ihraç ilaç, %23'ü üretim ruhsatlı ilaçlar, %20'si ithal ruhsatlı ilaç ve %3'ü NPP ilaçlardan oluşmaktadır. **Bu dönemde satışlara en fazla katkıyı ithal ruhsatlı ilaçlar yaparken, kutu bazında en fazla getirinin NPP ilaçlardan sağlandığı gözlenmektedir.** Gen İlaç'ın 2023 yılına kadar NPP kapsamında ithal ettiği SMA hastalığının tedavisinde kullanılan Spinraza adlı ilacın ruhsatlandırılması nedeniyle 2023 yılında ithal ruhsatlı ilaçların satışlar içerisinde en yüksek paya sahip olmasını beklemekteyiz. 2020 yılından itibaren satışların kırılımını izlediğimizde ise NPP ilaçlar, 2020-22 yılları arasında ortalama %70 oranında satışlardan pay alırken, ithal ruhsatlı ilaçlar ise ortalama %24 oranında pay almaktadır. **Bunun yanı sıra, Şirket'in asıl potansiyel taşıdığı ihraç ilaçlar kategorisi ortalama %5 pay almaktadır.** Şirket'in halihazırda var olan kapasitesi, yeni yatırımları ve yeni pazarlara giriş hedefleriyle ihraç ilaçlar kategorisi payının yıldan yıla artmasını bekliyoruz.

Yıllara göre kutu bazında satış kırılımı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Şirket verileri

- Grafikten görüldüğü üzere 9A23'te satışlara kutu bazında en fazla getiri NPP ilaçlardan sağlanmaktadır. Şirket, 2022 yılında 177,848 adet NPP ilaç satarken, 2023 yılının ilk dokuz ayında henüz 87,554 adet satış gerçekleştirdi. NPP ilaçlar yıl içerisinde farklı periyotlarda satışlara yansiyabilmektedir ve genel olarak kutu sayısı bazında bir önceki senenin miktarıyla uyum göstermektedir. **Ancak, belirtmek isteriz ki, 2023 yılında "Spinraza" adlı ilacın NPP kategorisinden ithal ruhsatlı ilaçlar kategorisine alınması, NPP ilaçların kutu sayısı üzerinde bir miktar aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.** İthal ruhsatlı ilaçlar tarafında 2022 satış rakamlarına 9 aylık verilerde oldukça yaklaşıldığı gözlenirken, ihraç ilaçlar tarafında ise halihazırda 2022 yıl sonu satış rakamlarının üzerine çıkmıştır.



- **Kapasite ve üretim.** Şirket'in üretim tesisi ("Gen Üretim Kompleksi"), 43 bin m² alanda, yılda 60 milyon kutu üretim kapasitesine sahiptir. 2022 yılında önceki yıla göre %31 artışla toplam 3.148.531 kutu ilaç üretimi gerçekleşirken, 5 yılda %593'lük büyüme söz konusudur. 2018'den bugüne Şirket'in her yıl ortalama %100'ün üstünde büyüdüğü görülmektedir. Daha detaylı bakmak istersek, üretim tesisi Non–Streil ve Streil olarak 2 bölüme ayrılmaktadır.
 - **Non-steril üretim bölümünde;** tablet, film kaplı tablet, sert jelatin kapsül ve saşe formundaki ilaçların üretimi yapılmaktadır. Non-steril üretim bölümünde gerçekleştirilen toplam üretim 2018'den 2022 yılına kadar %596 oranında büyümüştür. 2022 yılında ilk kez saşe ürün üretimi gerçekleştirilmiş olup 57.343 adet/saşe üretim yapılmıştır.
 - **Steril üretim bölümünde;** likit ampul, likit flakon, liyofilize flakon ve kullanıma hazır şırınga ve kartuş formundaki ilaçların üretimi yapılmaktadır. Steril üretim bölümünde gerçekleştirilen toplam üretimler 2018'den 2022 yılına kadar %529 oranında büyümüştür. 2022 yılında ilk kez kartuş ürün kullanıma sunulmuş olup 28.920 adet/kartuş üretimi yapılmıştır.
- **Tüm bunların yanında Şirket'in yılda 60 milyon kutu üretim kapasiteye sahip olmasıyla var olan rakamlar, Şirket'in şu anda düşük kapasitede üretim gerçekleştirdiğini göstermektedir.** Şirket, hem Türkiye hem de etkinliğinin bulunduğu diğer ülkelerde mevcut kapasitesiyle gelebilecek ekstra talebe karşılık verebilecek konumdadır. **Bunu yanı sıra Şirket, potansiyel yatırımlar için rezerv alanlar bulundurmaktadır.**
- Şirket'in 2025 yılına kadar gerçekleştirmeyi planladığı kapasite artışlarını aşağıdaki tabloda bulabilirsiniz.

Mevcut Kapasite		Planlanan Kapasite
Likit Flakon 25.000.000 flakon/yıl	x5	Likit Flakon 125.000.000 flakon/yıl
Liyofilize Flakon 5.000.000 flakon/yıl	x4	Liyofilize Flakon 20.000.000 flakon/yıl
Tablet ve Film Kaplı Tablet 100.000.000 tablet/yıl	x2	Tablet ve Film Kaplı Tablet 200.000.000 tablet/yıl
Ambalajlama 40.000.000 kutu/yıl	x2	Ambalajlama Yaklaşık 80.000.000 kutu/yıl

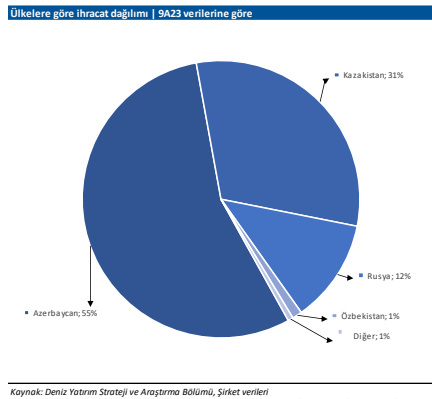
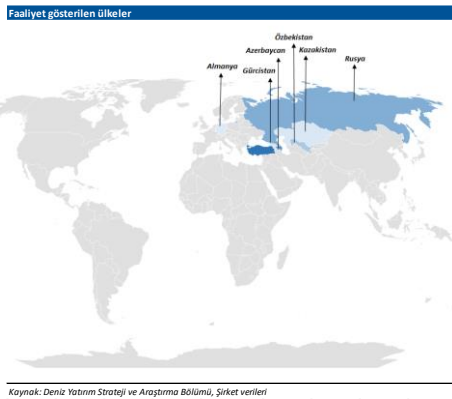
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Şirket verileri

■ **Ar-Ge merkezi ve yeni geliştirilen ilaçlar.** Gen İlaç, Ar-Ge merkezi çalışmaları kapsamında çeşitli tablet, sert jelatin kapsül, saşe, steril ampul, steril kartuş, flakon (çözelti), flakon (liyofilize toz) dozaj formları geliştirilmektedir. Biyoteknoloji, nanoteknoloji ve aşı çalışmaları kapsamında araştırma geliştirme faaliyetlerine ek olarak güçlü Ar-Ge birimi ile inovatif teknoloji hedefleri doğrultusunda, bazıları Türkiye’de, bazıları ise dünyada ilk olma hedefi bulunan jenerik ilaç projeleri devam ettirilmektedir. Şirket, 2 önemli ilaç projesine imza atmıştır. Bunlar:

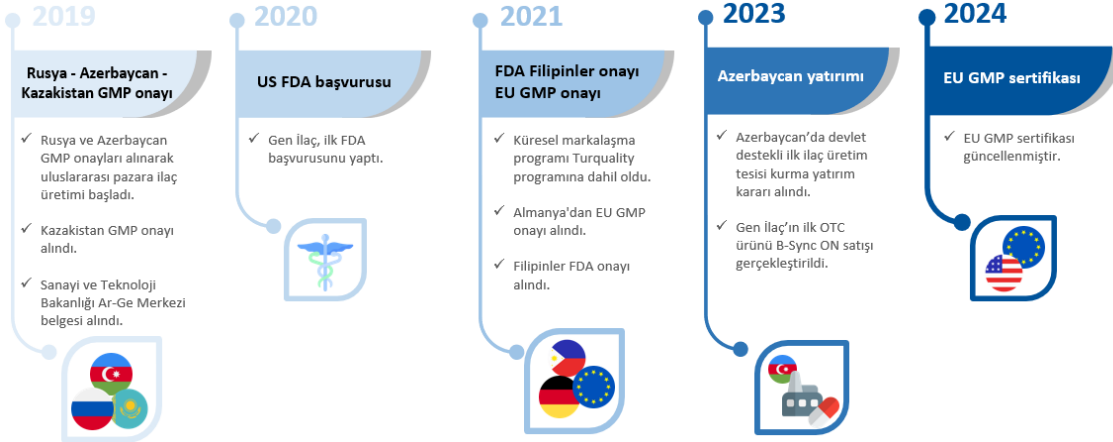
➤ **GN-037 projesi.** Formülasyonu Gen laboratuvarlarında geliştirilen araştırma ilacı GN-037, hafif ve orta şiddetli sedef hastalığı tedavisinde kullanılan topikal krem ürünüdür. Faz 1 çalışmaları tamamlanmış olup, Faz 2 klinik çalışmalarına devam etmektedir. Yenilikçi tedavi fikirleriyle ve bu fikirlerin dermatoloji alanında etkin kullanılması hedefinin yanında uluslararası saygınlık ve statü elde etmeyi başarmıştır. Ayrıca, GN-037 topikal krem ürünü için **“Sedef Hastalığının Tedavisinde Kullanılan Güvenli ve Etkin İlaç Formülasyonu”** buluş başlığı ile patent başvurusu yapılmıştır. Patent başvuru değerlendirme süreci devam etmektedir.

➤ **Sul-238 projesi.** Global büyüme adımlarına bir yenisini ekleyen Şirket, Hollanda’da Sulfateq ile beraber yürütmekte olduğu, Alzheimer başta olmak üzere diğer tüm nörodejeneratif hastalıkların tedavisinde kullanılacak yenilikçi ürün geliştirilmektedir. SUL-238 ürünü, deneysel Alzheimer hastalığı modellerinde doza bağlı olarak Alzheimer hastalığı gelişimini engelleyebilmiş ve hafıza fonksiyonlarında iyileşme sağladığı gözlemlenmiştir. Şirket, Şubat 2024 tarihinde yayınladığı KAP bildiriminde Faz 1 klinik çalışmalarına başladığını duyurmuştur.

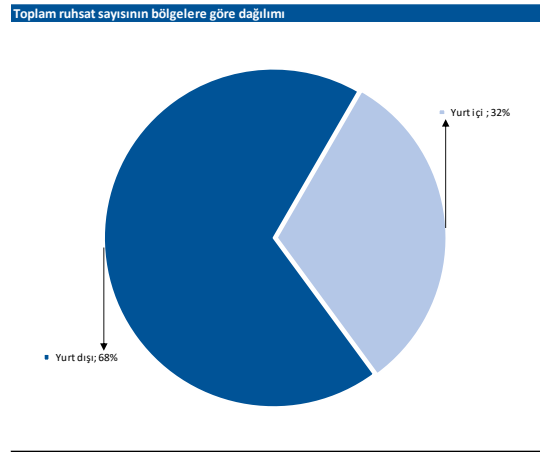
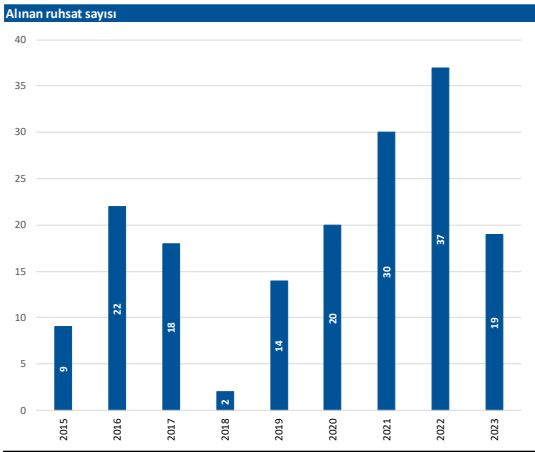
■ **Coğrafi yaygınlık.** Azerbaycan, Özbekistan, Kazakistan, Rusya, Gürcistan ve Almanya’da kendi ofisleriyle, ofislerinin bulunmadığı ülkelerde ise çeşitli distribütörler aracılığıyla faaliyet göstermektedir. 2022 yılında en çok ihracat yapılan bölge sıralaması; Kazakistan, Azerbaycan ve Rusya şeklindeydi. 2023 yılına geldiğimizde ise Azerbaycan, Rusya ve Özbekistan’da ciddi artışların olduğunu görmekteyiz. 9A23 verilerine göre en çok ihracat gerçekleştirilen ülke sıralaması; Azerbaycan, Kazakistan, Rusya ve Özbekistan şeklinde gerçekleşmiştir. **Azerbaycan’ın 900 milyon USD’lik ilaç pazarına sahip olması ve Şirket’in pazardaki know-how’ı ile burada yatırım kararı aldığını ve ilk yerli üretici olarak pazarda konumlanacağını eklemek isteriz.** **Türki Cumhuriyetler’deki mevcut büyüme sürecinin bu yatırımla daha çok artmasını bekliyoruz. Bununla birlikte, gözden kaçırılmaması gereken diğer pazar Rusya’dır. İlaç sektörü, ambargolardan muaftır ve bu nedenle herhangi bir savaş riski bulunmamaktadır. Rusya’da 2022 yılında alınan 2 ruhsat, Rusya ihracat gelirinin 2023 yılında ihracat geliri içinde fark edilebilir seviyelere ulaşmasını desteklemiştir.**



- **ilaç sektörü, yapısı gereği, oldukça yüksek regülasyonlara tabidir.** Bir ürün, üretiminden satışına dek farklı regülasyonlara ve onaylara tabidir. Bu yüzden üretilen her ilacın farklı standartlara göre sertifika ve ruhsat süreçleri bulunmaktadır. Bu çerçevede Şirket'in iş modelini anlayabilmek için sertifika ve ruhsat kavramlarından yola çıkarak potansiyel ihracat bölgelerini ve satış süreçlerini analiz etmeye çalışacağız. Aşağıdaki şemada Şirket'in 2019 yılından bu yana başvurusunu yaptığı ve aldığı onayları bulabilirsiniz.



- Şirket, ilk olarak, 2019 yılında Rusya, Azerbaycan ve Kazakistan'dan GMP (Good Manufacturing Practices; ilaç, kozmetik, gıda, medikal cihaz vb gibi ürünlerin üretim aşamalarında çeşitli koruyucu önlemler ve standartlar getiren usul ve esasların tamamına verilen isimdir) sertifikası almıştır. 2020 yılında ilk FDA (Amerika Birleşik Devletleri Sağlık Bakanlığı'na bağlı; gıda, gıda takviyeleri, ilaç, biyolojik medikal ürünler, kan ürünleri, medikal araçlar, radyasyon yayan aletler, veteriner aletleri ve kozmetiklerden sorumlu bürodur) başvurusunda bulunan Şirket, 2021 yılında FDA Filipinler ve Almanya'dan EU GMP sertifikalarını almıştır. **Şirket, alınan bu belgeler sayesinde ruhsat başvurusunda bulunabilir hale gelmiş ve ihracat potansiyeli artmıştır.** 2024 yılına geldiğimizde Gen üretim tesisinde Almanya Sağlık Otoritesi tarafından denetim gerçekleştirilmiş ve steril üretim alanı için mevcut EU GMP sertifikası güncellenmiştir. Buna bağlı olarak, önceki ruhsat başvurularına ek, yeni ürünler için de Avrupa Birliği ülkelerinde ruhsat başvurularının yapılmasına olanak tanımış ve AB ülkelerine yönelik ihracat potansiyeli artmıştır. **Son olarak Şirket, 7 Mart günü gerçekleştirdiği toplantıda, yakın bir zaman içinde US FDA tarafından denetime gelinmesini beklediklerini açıklamıştır. Buradan alınacak onay ve sonrasındaki ruhsatlandırma süreçleri ile Amerika ilaç pazarına ihracat imkanı doğacaktır.**

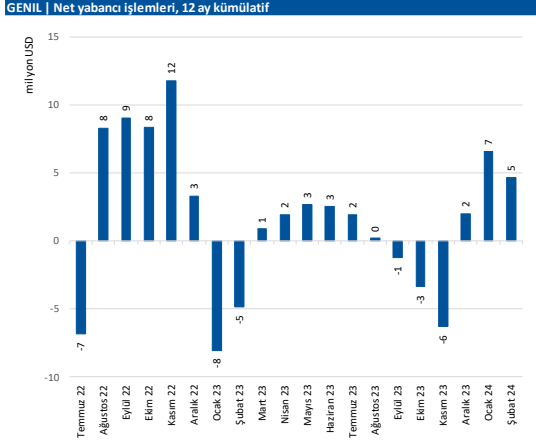


- **Şirket, 2022 yılında 37 yeni ruhsat, 2023'te ise 19 yeni ruhsat almıştır. 2023 yıl sonunda 127 tanesi imal ürünlerden, 44 tanesi ithal ürünlerden oluşmak üzere ruhsat sayısını 171'e çıkartmıştır. Şirket'in, Türkiye'de 38, Azerbaycan'da 20, Kazakistan'da 8, Arnavutluk'ta 2 adet olmak üzere 68 adetlik ilaç ruhsatlarının değerlendirilmesi 5.7 milyar TL'ye ulaşmıştır.**
- **Yeni hikayeler yaratan Azerbaycan yatırımı. 16-17 yıldır Azerbaycan'da faaliyet gösteren Şirket, biriktirdiği know-how'ı ile 2023 yılında son derece önemli bir yatırım kararı aldı. Bakü'de imzalanan yatırım anlaşmasına göre; Gen İlaç, Azerbaycan'da devlet destekli ilaç üretim tesisi kuracak, tesisin sahibi olacak ve bu tesisi işletecektir. Bu doğrultuda Şirket, 2023 yılı Aralık ayında %66 oranında hissedarı olduğu Gen Pharma Caucasus Manufacturing Operations MMC ile, Azerbaycan Devleti tarafından tahsis edilen 52,000 m² alanda, Azerbaycan'ın ilk ilaç üretim tesisinin inşasına başladı. Üretim tesisinin 2026 yılında tamamlanması ve yaklaşık 35 milyon USD'lik yatırım harcaması yapılması öngörülmektedir. Tesisin birinci fazı için planlanan kapalı alanı 14.000 m² olup tek vardiyada yıllık 50 milyon kutu ilaç üretilmesi hedeflenmektedir. Bu üretim tesisinde Türkiye'de üretilen ilaçların yanı sıra ağrı kesici ve antibiyotik gibi antiseptik ilaçlar üretilmektedir. Azerbaycan, 900 milyon USD'lik ilaç pazarına sahiptir. Bu yatırımın temel amacı, Azerbaycan'ın ihtiyaç duyduğu ilaçların üretilmesi iken tesiste üretilen ilaçların Azerbaycan'dan bölge ülkelerine ihraç edilmesi de planlanmaktadır. Bu da Şirket'in özellikle yakın coğrafyada globalleşmesine önemli katkı sağlayacaktır. Ayrıca, Azerbaycan'da yerel üretici konumunda yer alacak olması ve devlet destekli proje olması dolayısıyla fiyat avantajına sahip olacaktır. Ancak, belirtmek isteriz ki, inşaatın 2 yıl sürecek olması ve sonra ruhsat ve onay işlemlerinin başlayacak olması nedeniyle finansallara olan etkinin tam olarak 2029 yılından önce görülmesini beklemiyoruz. Ayrıca, Şirket, 7 Mart günü gerçekleştirdiği toplantıda, projenin yapımıyla ilgili herhangi finansman sorununun olmadığını, %40'ının özkaynaklarından, %60'ının ise kredilerle karşılanacağını açıkladı. Projenin devlet destekli olması nedeniyle çeşitli kredilere ulaşmasının kolay olduğuna, Azerbaycan'ın finansman konusunda herhangi bir problemi olmadığına değinildi.**
- **GES yatırımları. Şirket'in çeşitli GES yatırımları bulunmaktadır. Bunlardan ilki, üretim tesisi yerleşkesinde kurulumu tamamlanmış olan, kurulu gücü 1,60 Mw olan güneş enerjisi paneli yatırımudur. Bu yatırımın yanı sıra Yozgat ili Akdağmadeni ilçesinde güneş enerjisine dayalı elektrik üretim tesisi yatırım kararı alınmıştır. Bu yatırımla 11,88 Mw kurulu güç kapasitesinde güneş enerjisi santrali kurulumu gerçekleştirilecektir. Bu yatırımların öngörülen toplam tutarı 7-8 milyon USD'dir. Bu yatırımlar sonucunda, üretim tesisinin tükettiği enerjinin neredeyse tamamı kendi kaynaklarından elde edilecektir. 9A23 verilerine baktığımızda, 5.5 milyon TL'lik enerji gideri olduğunu görmekteyiz. Bu yatırımlar, Şirket'in brüt kar rasyosunda 3 puanlık artışa işaret etmektedir.**
- **Bağlı ortaklıklarla desteklenen büyüme. Şirket'in 2 adet bağlı ortaklığı bulunmaktadır:**
 - Bunlardan ilki olan **Genject**'te %80,40 oranında ortaklığa sahiptir. Türkiye'nin ilk 5 şırınga üreticisinden biri olan Genject, 18.000 m²'lik alana sahip olan modern üretim tesisinde; 1 cc'den 50 cc'ye kadar farklı hacimlerde tek kullanımlık ve CE standartlarına uygun şırınga üretimi gerçekleştirmektedir. 2022 yılında günlük ortalama üretim kapasitesi 500.000 adet şırınga civarında gerçekleşmiştir. Şirket, 2022 yılını 132.438.600 adet şırınga üretimi ile 130 milyon adet olan öngörüsünün üzerinde tamamlamıştır.
 - Bir diğer ortaklığı ise %85 oranı ile **Elixir İlaç Araştırma ve Geliştirme**'dir. Elixir İlaç Araştırma ve Geliştirme, European Medicine Agency (EMA) ve United States Food and Drug Administration (USFDA) standartlarına uygun olarak yeni ve jenerik ilaç ürünleri ile üretim prosesleri geliştirilmesi üzerine Ar-Ge çalışmaları yürütmektedir.

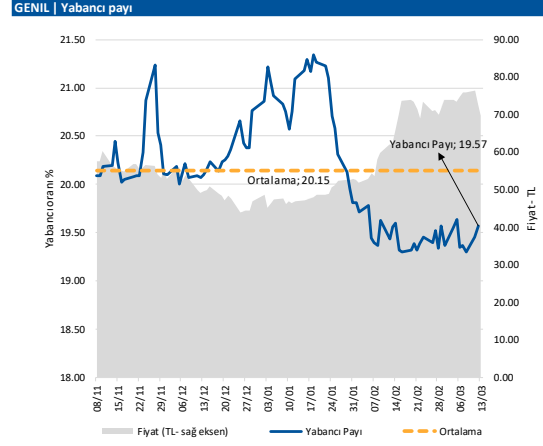
- **İştirakler ile yeni fırsatları yakalama.** Şirket, globalleşme hedefleri, alışlagelmişin dışında tedavilerin gelişimini desteklemek, ürün portföyü ve pazar payını genişletmek amaçlarıyla çeşitli şirketlerle ortaklık anlaşmasına sahiptir. Kısaca göz atacak olursak:
 - **Galventa AG.** İsviçreli bir start-up olan Galventa, yenilikçi ve patentli platform teknolojileriyle, klinik açıdan kanıtlanmış takviye ürünleri tasarlamaktadır. İlk ürünü olan “B SYNC ON” uyanma sürecini doğrudan iyileştiren ve destekleyen ilk ve tek üründür. Ayrıca, Galventa tarafından geliştirilme aşamasında olan yeni OTC ürünler bulunmaktadır.
 - **Neo Auvra Dijital.** Neo Auvra, dijital holistik sağlık, dijital tıp ve dijital terapötik alanlarına yönelik siber-fiziksel sistemler ve teknolojiler üreten yerli bir girişim (start-up) şirkettir.
 - **RS Araştırma Eğitim Danışmanlık İlaç ve Sanayi.** Geliştirme adımları Türkiye’de atılarak klinik araştırmayla hastalara ulaşan, taşıyıcı platform teknolojisi ile farklı kanser türlerini hedefleyebilen, ülkemizin ilk yeni ilaç adayını geliştirmiş şirkettir.
 - **Stimulil.** Stimulil Inc. Amerika’da kurulmuş medikal cihaz geliştirme firmasıdır. Mikro iğne sistemi aracılığıyla saç dökülmesi, selülit, sedef hastalığı ve vitiligo gibi çok sayıda dermatolojik hastalığın tedavi edilmesini amaçlamaktadır.
 - **H2O Bilişim Yazılım Elektronik Sağlık Hizmetleri.** Dijital sağlık yazılımı alanında faaliyet göstermekte olan H2O Bilişim, Parkinson hastalığının tedavisi ve Covid-19’un erken teşhisine yönelik dijital yazılımı geliştirmiştir. Faaliyetlerinden biri olan "Parky" Amerikan Gıda İlaç İdaresi (US FDA) 510(k) onayına sahip reçeteli sağlık yazılımıdır. Klinik validasyonu Apple tarafından gerçekleştirilmiştir. Gen İlaç, Haziran 2023 tarihinde H2O Bilişim Yazılım’ın %10 oranında hissedarı olmuştur.
- **Fiyat tespit raporunu geride bırakan finansal sonuç beklentisi.** Şirket, 7 Mart günü gerçekleştirdiği toplantıda 2024 yılına ait beklentilerini paylaştı. Şirket’in 2024 yılına ait beklentileri; *i) 11 milyar TL üzerinde satış geliri ii) 3,5 milyar TL üzerinde brüt kar ve %25’in üzerinde brüt kâr marjı iii) 2,2 milyon TL FAVÖK geliri ve %18’in üzerinde FAVÖK marjı* şeklindedir. **Açıklanan beklentiler, fiyat tespit raporunun; ciro tarafında %86, brüt kar tarafında %193 ve FAVÖK tarafında %135 üzerinde rakamlara işaret etmekte.**
- **Kar payı ödemesi ve bedelsiz potansiyeli.** 2021 yılında halka açılan Şirket, takip eden 2 yılda da temettü ödemesi yapmıştır. 2022 yılında yaklaşık 90 milyon TL brüt, 2023 yılında ise yaklaşık 333 milyon TL brüt temettü ödemesi gerçekleştirmiştir. **Şirket’in kar payı dağıtım politikası hesaplanan dağıtılabılır dönem kârının asgari üçte birinin pay sahiplerine ve kara katılan diğer kişilere payları oranında nakit ve/veya bedelsiz hisse şeklinde dağıtılması yönündedir.** Azerbaycan’da gerçekleştirecek olan yatırım büyüklüğü göz önüne alındığında, bu durumun, önümüzdeki yıllarda Şirket’in kar dağıtım politikası üzerinde baskı oluşturması beklenebilir. **Şirket’in kar dağıtım politikası ve geçmiş temettü ödemeleri doğrultusunda, 2023 yılı net karından %15 oranında temettü ödemesi yapmasını beklemekteyiz. Son kapanış verilerine göre, bu rakam, %0,6 temettü verimliliğine işaret etmektedir.** Ayrıca, 10 yıllık projeksiyonumuzda da Şirket’in açıklanan kar dağıtım politikası ve geçmiş ödemeleri çerçevesinde modellememize yansıtığımızı belirtmek isteriz. **Şirket, 20.02.2024 tarihinde kayıtlı sermaye tavanının 1.250.000.000 TL’den 5.000.000.000 TL’ye yükseltilmesi ve esas sözleşmenin ilgili maddesinin tadil edilmesi için karar almış olup, Sermaye Piyasası Kurulu’na başvuruda bulunulmuştur. Söz konusu başvuru sonrasında ise aklımıza gelen ilk soru bedelsiz sermaye artışı ihtimali oluyor. Mevcut durumda hesaplamalarımıza göre Şirket, %2562 gibi oldukça yüksek bir bedelsiz potansiyeline sahiptir. Söz konusu hesaplamamız herhangi bir kesinlik içermemekle birlikte, yalnızca potansiyelini işaret etmesi amacıyla raporumuzda yer verilmiştir. Aşağıda bulunan formül ile hesaplamamıza ulaşabilirsiniz.**

$$(Bedelsiz Potansiyeli = [Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar - Ödenmiş Sermaye] / Ödenmiş Sermaye)$$

Net yabancı işlemleri & son 90 güne ait yabancı payı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Matriks, Rasyonet

- Borsa İstanbul (BIST) tarafından açıklanan net yabancı işlemlerine baktığımızda (son veriler ışığında), Şubat ayında, GENİL hissesinde +5 milyon USD pozisyonlanma söz konusudur.

Değerleme yöntemi

- Gen İlaç'ın 12-ay hedef piyasa değerine ulaşırken, **İNA Yöntemini** kullandık. Sonuç olarak, **GENİL için 12-ay hedef fiyatımız 109,60 TL seviyesinde olup, %57 getiri potansiyeline** işaret ediyor.

Değerleme Özeti			
	Şirket Değeri (EUR mn)	Ağırlık	Değer
İNA	787	100%	787
12 Aylık Hedef Şirket Değeri (EUR mn)			787
12 Aylık Hedef Şirket Değeri (TL mn)			32,883
Hisse Adedi (mn lot)			300
Hisse Fiyatı			69.70
12 Aylık Hedef Fiyat			109.60
Yükseliş Potansiyeli			57%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

İNA yöntemi (mn EUR)

- Değerlememizde; (i) **risksiz getiri oranını %7,5** (ii) **piyasa risk primini %5,5** (iii) **şirket betasını 0,7** (iv) **sonsuz büyüme oranını %2,0** olarak kullandık. Buna bağlı olarak **indirgeme faktörü olarak kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini 10 yıllık tahmin döneminde ortalama %10,7** olarak değerlendirdik.

GENİL (mn EUR)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Net Satışlar	254	335	359	385	412	442	478	522	569	619	663
FVÖK	33	57	63	71	80	89	101	113	131	148	164
Vergi Gideri (-)	7	14	13	14	16	18	20	23	26	30	33
FAVÖK	36	60	67	75	85	94	106	118	137	155	172
Yatırım Harcamaları (-)	13	24	22	15	16	18	19	21	17	19	20
İşletme Sermayesinde Değişim (-)	22	3	8	9	9	8	8	9	10	11	10
Serbest Nakit Akış	-6	19	24	36	43	50	59	66	84	96	108
İndirgenmiş Nakit Akım		17	20	27	29	31	33	33	38	39	40

Devam Eden Değer (mn EUR)	1,280
Büyüme Oranı	2.0%
İndirgenmiş Devam Eden Değer (mn EUR)	475
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımı (mn EUR)	308
Firma Değeri (mn WEUR)	783
Net Borç (mn EUR) (-)	1
Azınlık Payı (mn EUR) (-)	0
Uzun Vadeli Finansal Yatırımlar ve Özkaynak Yatırımıyla Değerlenen Yatırımlar (mn EUR)	6
Piyasa Değeri (mn EUR)	787
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	32,883
Hisse Adedi (mln)	300
Hedef Fiyat (TL)	109.60

	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Risksiz Getiri Oranı	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
Risk Primi	5.5%	6.0%	6.0%	5.5%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Özkaynak Maliyeti	11.4%	11.7%	11.7%	11.4%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
Beta	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70
Borçlanma Ağırlığı	10%	13%	12%	12%	12%	12%	11%	11%	10%	9%	8%
Sermaye Ağırlığı	90%	87%	88%	88%	88%	88%	89%	89%	90%	91%	92%
Borçlanma Maliyeti	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%
Vergi oranı	23.0%	25.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	6.4%	6.2%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	10.8%	11.0%	11.1%	10.8%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.6%	10.6%	10.6%
İskonto Faktörü		1.1	1.2	1.3	1.5	1.6	1.8	2.0	2.2	2.4	2.7

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Finansal tablolar

Gelir Tablosu (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Satışlar	2,501	5,445	6,533	12,237	15,977
Satışların Maliyeti	2,045	4,304	4,959	8,810	11,424
Brüt Kar	456	1,141	1,575	3,426	4,554
Operasyonel Giderler	187	448	738	1,352	1,757
Esas Faaliyet Karı	270	693	837	2,075	2,796
Diğer Gelir/Gider	-64	243	-161	-25	23
Finansman Gelir/Gideri Öncesi Faaliyet Karı	205	936	676	2,050	2,819
Net Finansman Gelir/Gider	96	136	188	357	318
Vergi Öncesi Kar	301	1,073	864	2,407	3,137
Dönem Vergi Gideri	-9	-16	-9	-72	-94
Azınlık Payları	0	8	13	18	24
Net Dönem Karı (Ana Ortaklık Payları)	311	1,080	860	2,461	3,207

Kaynak: Gen İlaç, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Bilanço (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Nakit	519	391	1,212	1,473	1,968
Ticari Alacaklar	194	442	1,233	1,360	1,775
Stoklar	594	445	826	881	1,142
Diğer Dönen Varlıklar	156	698	608	852	1,107
Dönen Varlıklar	1,464	1,976	3,880	4,565	5,993
Duran Varlıklar	656	1,707	7,848	11,793	15,939
Toplam Varlıklar	2,119	3,682	11,728	16,358	21,932

Kaynak: Gen İlaç, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Bilanço (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	123	235	1,133	1,344	1,896
Ticari Borçlar	611	390	826	890	1,154
Diğer Borçlar	62	59	513	718	934
Kısa Vadeli Yükümlülükler	795	684	2,472	2,953	3,984
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	29	80	135	269	374
Diğer Borçlar	12	114	833	1,167	1,517
Uzun Vadeli Yükümlülükler	40	194	968	1,435	1,891
Toplam Yükümlülükler	835	878	3,441	4,388	5,875
Özkaynaklar	1,284	2,805	8,287	11,970	16,057
Toplam Kaynaklar	2,119	3,682	11,728	16,358	21,932

Kaynak: Gen İlaç, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Yasal Uyarı

Bu rapor/e-posta içerisinde yer alan değerlendirmeler Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve hiçbir şekilde alış veya satış yapılması yönünde yönlendirme olarak değerlendirilmemelidir. Deniz Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit etmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk okuyucuların kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Deniz Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Deniz Yatırım ve DenizBank Finansal Hizmetler Grubu çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bu rapor/e-posta içerisinde yer alan bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler sermaye piyasası aracına yönelik bir yatırım tavsiyesi, alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Buradaki içeriğin hiçbir bölümü Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiçbir şekil ve ortamda yayımlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz.

Derecelendirme

Deniz Yatırım Analistleri, her hisse senedi için bir veya birden fazla değerlendirme yöntemi kullanarak 12 aylık hedef değerler (fiyatlar) ve buna bağlı olarak potansiyel getirileri hesaplamaktadır. 12 ay derecelendirme sistemimiz; AL, TUT ve SAT olmak üzere 3 farklı genel yatırım tavsiyesi içerir.

AL: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **en az %20 ve üzerinde** oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

TUT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0-20 aralığında** oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

SAT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0'dan daha düşük** seviyelerde oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

Derecelendirme	Potansiyel Getiri (PG), 12-ay
AL	≥%20
TUT	%0-20
SAT	≤%0

Kaynak: Deniz Yatırım

Deniz Yatırım Analistleri hisse senetlerini potansiyel katalizörler, tetikleyici gelişmeler, riskler ile piyasa, sektör ve rakip firma gelişmeleri ışığında değerlendirmektedir. Analistlerimiz genel yatırım tavsiyesinin kamuoyuyla paylaşılmasını takip eden süreçte hisse senetlerini titizlikle yakından takip etmeye devam etmekte; ancak, hisse senedi fiyatındaki dalgalanmalardan ötürü değerler, derecelendirme sistemimizdeki sınırları aştığı takdirde, analistlerimiz hisse senedi hakkında sundukları tavsiyeyi değiştirmemeyi ve/veya Gözden Geçirme (GG) sürecine almayı tercih edebilirler.

© DENİZ YATIRIM 2024