

Gen İlaç <GENIL>

09 Nisan 2025
(08:30)

Kapsamdışı Şirket İnceleme

Türk ilaç endüstrisinin 2014'ten bu yana en hızlı büyüyen şirketlerinden biri olan Gen İlaç'ın, 600'ü aşkın çalışanıyla 7 farklı ülkede 9 ofisi vardır. Türkiye'de 10 farklı ülkeden 22 ve yurtdışında 10 farklı ülkeden 11 iş ortağı bulunmaktadır. Nadir hastalıklar (Kanser, Sedef, Alzheimer, SMA vs) şirketin uzmanlık alanı olarak öne çıkıyor.

Şirketin en önemli büyüme hikayesi Azerbaycan'da inşa ediliyor. Katılım gösterdiğimiz toplantıdan elde ettiğimiz bilgilere göre; toplam 35mn USD yatırım yapılacak. Ağustos sonuna kadar ilaç fabrikasının kaba inşaatının bitmesi, 2025 yıl sonuna kadar bütün makine ekipmanların tesise gelmesi ve 2026 sonuna gelindiğinde deneme çalışmalarına başlanarak üretime geçilmesi planlanıyor. Bu yatırım sonrası Gen İlaç Azerbaycan'daki tek ilaç üreticisi olacak. Bu yatırıma Gen %66 hissedarlık ile katılırken, Azerbaycan Devlet Yatırım Şirketi'nin %29 oranında hissedarlığı bulunuyor. Azerbaycan Devleti tarafından sağlanan teşvik avantajlarının yanı sıra, şirket burada belkide en önemli farkı kamuya ihalesiz satış yapma fırsatı elde ederek yakalıyor. İnşa edilen fabrikanın kapasitesinin yüksek olmasına özen gösteriliyor. Zira uzun vadede vizyon, şirketin şu anda da güçlü kaslarının olduğu BDT ülkeleri için Azerbaycan'ı bir merkez olarak kullanmak.

Nadir hastalıklarda farklı faz aşamalarında birden çok inovatif proje devam ediyor. Mantar dışında en yakın proje olan Sedef hastalığında 2 ilaç türünde ilerleme kaydediliyor ve ilaçlar 2. fazdalar. İşin niteliği gereği hiçbir projede süreç taahhüdü mümkün değil ve gelir/kâr anlamında fizibilite yapılamıyor. Ancak bir proje 2.faza geçtiğinde % 80 tamamlanmış olarak dikkate alınıyor. Sedef projesinin de -her şey yolunda giderse- ilk ruhsatını 2027-2028'de alabileceği öngörülüyor. İnovatif projeleri, uzun vade için gelir ve karlılık anlamında yukarı yönlü riskin en yüksek olduğu çalışma alanı olarak görüyoruz.

Değerleme Görüşümüz: Şirket 2025 beklentilerini paylaştı. Planlanana göre TMS29 dahil satış gelirlerinin 22.75mlrTL'yi aşması, FVAÖK marjının 1.0 puan iyileşme ile %11.0 olarak gerçekleşmesi ve yaklaşık 65mnUSD FVAÖK'e ulaşılması öngörülüyor. Şirket mevcut durumda 317x F/K ve 32x FD/FVAÖK ile oldukça yüksek çarpanlarla işlem görüyor. Bir büyüme şirketi olarak yüksek çarpanlara kapıyı açık bırakıyoruz. Ancak, 2025 için nominal %77 artış ile 65-70mnUSD FVAÖK ve 2026 için 0.5-1.0puan brüt marj iyileşmesi sonrası nominal %60-70 artış ile yaklaşık 110-120mnUSD FVAÖK varsayımında, FD/FVAÖK 2025T ve 2026T için sırasıyla 20x ve 12x çarpanlarına ulaşıyoruz. Şirketin mevcut piyasa değerinin büyüme hikayesini yansıttığını ve şu an ki hisse fiyatının adil olduğunu düşünüyoruz.

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri
TL169.90	m.d	m.d
Piyasa Değeri	Firma Değeri	
TL50,970mn	USD1,344mn	TL51,482mn

Hisse Senedi Bilgileri

Bloomberg/Reuters:	GENIL.TI / GENIL.IS		
Relatif Performans:	1 Ay	3 Ay	12 Ay
	29%	54%	189%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	54.01 / 169.9		
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:	125.5		
YBB TL Getiri:	42%		
Beta (2 yıllık, haftalık)	0.62		
BİST-100'deki ağırlığı	0.59%		
Ödenmiş Sermaye (mnTL):	300		

Kısaca Şirket

Gen İlaç, her nevi beşerî ilaç imalatı ve sağlık ürünleri, alım satımı, ithalat ve ihracatı alanlarında faaliyet göstermektedir. 1998 yılında kurulan şirket, ilk yurtdışı ofisini 2011'de Kazakistan'da, ikincisini ise 2016'da Azerbaycan'da açmıştır. Daha sonra Rusya, Özbekistan ve Almanya ile küresel ağı 2020'de genişletmeye başlamıştır. Aynı yıl Gen ilk FDA başvurusunu da yapmıştır. 2021'de halka arz olan şirket, 2023'te hisselerin tamamı Azerbaycan Devleti'ne ait olan Azerbaycan Yatırım Şirketi (AIC) ve SIA Pharmaceutical LLC ile Azerbaycan'ın ilk ilaç üretim tesisine yönelik hissedarlık sözleşmesi imzalamıştır.

Ortaklık Yapısı

Abidin Gülmüş	73.2%
Diğer	26.8%

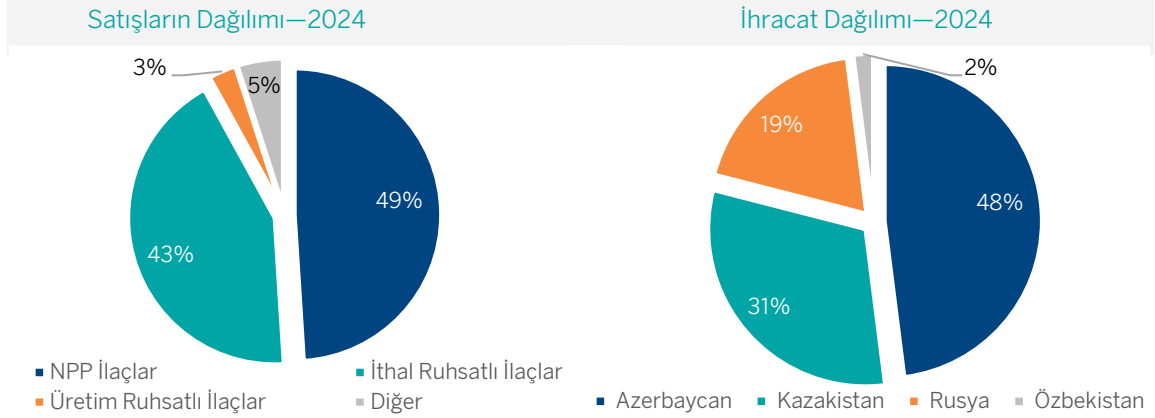
Özet Finansallar	2023	2024	Değişim
Net Satışlar (TLmn)	11,769	14,741	25%
FVAÖK (TLmn)	1,381	1,469	6%
Net Kar (TLmn)	656	149	-77%
FVAÖK marjı	11.7%	10.0%	-1.8 pp
Net Kar marjı	5.6%	1.0%	-4.6 pp
F/K (x)	77.7	342.8	
FD/FVAÖK (x)	37.3	35.0	
FD/Net Satışlar (x)	4.4	3.5	
Hisse Başına Kar(TL)	2.19	0.50	

Analist: Emin TAY

+90 (212) 384 12 47

Etay@garantibbva.com.tr

2024 yıl sonu itibarıyla yurtdışı ilaç satışlarının gelirdeki payı %4.0 ile sınırlıdır. Geçtiğimiz yıl benzer şekilde ihracat oranı %3.7 olarak gerçekleşmişti. İhracat dağılımında %48 ile Azerbaycan öne çıkarken, Kazakistan %31, ve Rusya %19'dur. İhracat oranı düşük olmasına rağmen ilaç sektörü dinamikleri açısından farklı pazarlara entegrasyona sahip olması önemli bir potansiyel olarak değerlendirilebilir. 2024'te 4,090bin adet kutu ihracat oldu. İhracat hacmi bir önceki yıla göre %31 büyüdü. Rusya'da (%194 büyüme) sağlık ambargosu olmamasından faydalanıldı.



Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

Gen üç ana başlıkta satışlarını modelliyor. Bunlar; NPP ilaçlar, ruhsatlı ilaçlar ve markalı eşdeğer ilaçlar olarak sınıflandırılıyor.

NPP İlaçlar: Hastaların tedavisi için doktor tarafından gerekli görülerek reçetelendirilen, ancak Türkiye'de ruhsatlı olmayan ve T.C. Sağlık Bakanlığı'nca ithalat izni verilen ilaçlar Türkiye Eczacılar Birliği, SGK-USHAŞ kanalıyla ithal edilebilmektedir. Bu ilaçlar, aynı ruhsatlı ilaçlarda olduğu gibi yine Gen tarafından üretici firma ile yapılan bir bölgesel distribütörlük anlaşması ile temsil edilmektedir. Aynı ruhsatlı ilaçlarda olduğu şekilde, tamamı devlet tarafından karşılanan bu ilaçların ruhsatlı ithal ilaçlardan önemli farkı satış fiyatının fiilen döviz cinsinden olmasıdır.

Ruhsatlı İthal İlaçlar: GEN'in, üretici firmalar ile yapmış olduğu, münhasır distribütörlük anlaşmalarına istinaden haklarına sahip olduğu ve T.C. Sağlık Bakanlığı tarafından ruhsatlandırılmış ilaçlardan oluşan portföydür. Ruhsatlar GEN'e ait olup, ilaçlar SGK geri ödeme kapsamındadır. Ruhsatlandırma, detaylı incelemelerin yapıldığı bir süreç olup, başvuru tarihinden itibaren 2 yıla kadar uzayabilmektedir. Bu kategorideki ilaçlar, SGK Sağlık Uygulama Tebliği'nde (SUT) belirtilen fiyatlar üzerinden satılabilmektedir.

Markalı Eşdeğer İlaçlar: Orjinal ilaçların yanı sıra patent süresi dolmuş, kendi portföyüne uyan ilaçların eşdeğerlerinin geliştirilmesi, üretimi ve satış-pazarlanmasında faaliyet göstermektedir.

Bu 3 sınıfa ek olarak şirket reçetesiz, tezgahüstü (OTC) olarak bilinen ve Tarım Bakanlığı'ndan onay alınarak üretilen takviye edici gıdalar için ruhsat almaya başlamıştır. Şu ana kadar 2 OTC ürünün ruhsatı alınmıştır.

EK-1: GENİL 4Ç24 Finansal Sonuçlar

Gen İlac Ve Sağlık Ürünleri Özet
Finansal Sonuçlar

(milyon TL)	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	12A23	12A24	Değişim 4Ç24/ 4Ç23	Değişim 4Ç24/ 3Ç24	Değişim 12A24/ 12A23
Net Satışlar	3,466	3,889	3,652	4,014	3,185	11,769	14,741	-8%	-21%	25%
Brüt Kar	782	792	689	784	584	2,598	2,849	-25%	-26%	10%
Faaliyet Karı	398	361	332	358	49	1,116	1,100	-88%	-86%	-1%
FVAÖK	535	463	429	434	143	1,381	1,469	-73%	-67%	6%
Net Diğer Gelir/Gider	-88	27	-59	17	5	-466	-9	a.d.	-70%	a.d.
Yatırım Faal. Gelirler	47	48	-38	-2	185	50	193	292%	a.d.	283%
Finansal Gelirler (net)	-364	-145	-277	-142	-300	-321	-864	a.d.	a.d.	a.d.
Finansal Gelirler	79	82	63	63	145	598	352	83%	130%	-41%
Finansal Giderler	-442	-227	-340	-204	-445	-919	-1,216	a.d.	a.d.	a.d.
Parasal Kazanç/Kayıp	-279	-6	-145	-24	-287	-493	-463	a.d.	a.d.	a.d.
VÖK	-7	290	-41	232	-60	379	421	a.d.	a.d.	11%
Vergi	660	-99	-158	-116	96	274	-277	-85%	a.d.	a.d.
Net Kar	655	203	-210	119	37	656	149	-94%	-69%	-77%
Net Nakit	-828	-697	-1,104	-944	-512	-828	-512			
Çalışma Sermayesi	-2,472	-1,427	-630	-1,103	-18	-2,472	-18			
Özsermaye	7,015	5,710	5,887	6,402	7,308	7,015	7,308			
Rasyolar										
Brüt Kar Marjı	22.6%	20.4%	18.9%	19.5%	18.3%	22.1%	19.3%	-4.2 puan	-1.2 puan	-2.7 puan
Faaliyet Kar Marjı	11.5%	9.3%	9.1%	8.9%	1.6%	9.5%	7.5%	-9.9 puan	-7.4 puan	-2 puan
FVAÖK Marjı	15.4%	11.9%	11.7%	10.8%	4.5%	11.7%	10.0%	-10.9 puan	-6.3 puan	-1.8 puan
VÖK Marjı	a.d.	7.5%	a.d.	5.8%	a.d.	3.2%	2.9%	a.d.	a.d.	-0.4 puan
Net Kar Marjı	18.9%	5.2%	a.d.	3.0%	1.2%	5.6%	1.0%	-17.7 puan	-1.8 puan	-4.6 puan

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

UYARI NOTU

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi verdiği hisseler arasından; şirketlerin uzun dönemli mali verilerine dayalı olarak yapılan temel analiz ve kısa vadeli beklentiler bir arada değerlendirilerek oluşturulmuştur. Tercih etmediğimiz hisseler ise benzer analizler ile, Araştırma Bölümü'nün Endekse Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesi verdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföy değişiklik raporunda, hissenin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli temel tavsiyesinin değiştiği anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Model Portföy ve Model Portföy kapsamında yapılan değişimler, yatırımcının risk ve getiri tercihleri ile birebir örtüşmeyebilir.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İleti, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Garanti BBVA Yatırım ile ilgili detay bilgilere <https://www.garantibbvayatirim.com.tr/hakkimizda> aracılığıyla erişebilirsiniz.

GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Nispetiye Mahallesi Barbaros Bul. Çiftçi Tovvers Kule 1,
34340 Beşiktaş / İstanbul
Telefon: 212 384 11 21
Faks: 212 352 42 40

Hisse Senedi Tavsiye Tanımları

EÜ	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.
EP	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.
EA	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.