



Gen İlaç ve Sağlık Ürünleri San. ve Tic. A.Ş

Fiyat Tespit Raporu Analizi

Temmuz 2021

Önemli Not: İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Ahlatcı Yatırım A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin aracılık ettiği Gen İlaç ve Sağlık Ürünleri San. ve Tic. A.Ş ("Gen İlaç" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin (Oyak Yatırım") hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup,

Halka Arza İlişkin Bilgiler

Talep Toplama Tarihi	28-29-30 Temmuz
Hisse Kodu / Pazar	GENIL / Yıldız Pazar
Halka Açıklık Oranı	%20,83 (Ek Satış Dahil %22,92)
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	250.000.000 TL nominal
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	300.000.000 TL nominal
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve
Halka Arz Fiyatı	10,75 TL
Arz edilecek Paylar	68,750,000 - Toplam 50.000.000 - Sermaye Artırımı 12.500.000 - Ortak Satışı 6.250.000 - Ek Satış
Halka Arz Büyüklüğü	671.875.000 TL (Ek Satış Dahil 739.062.500 TL)
Halka arz sonrası Şirket Değeri	2.687.500.000 TL
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Tahsisat	21.250.000 - Yurt İçi Bireysel Yat. (%34) 625.000 - Şirket Çalışanları (%1) 21.875.000 - Yurt İçi Kurumsal Yat. (%35) 18.750.000 - Yurt Dışı Kurumsal Yat. (%30)
Fiyat İstikrarı	Ek satış hakkının kullanılması halinde, azami olarak ek pay satışından elde edilecek kaynağın tümü fiyat istikrarı için kullanılacaktır.
Taahhütler	- Şirket, halka arz edilen payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 180 gün süreyle nakit artırım yoluyla bedelli sermaye artırımı yapılmayacağına, dolaşımdaki pay miktarının artmasına yola açacak şekilde halka arz konu edilmeyeceğine ilişkin yetkili kuruluşlara taahhütte bulunmuştur. - Ortaklardan Abidin Gülmüş ve Ömer Dinçer maliki olduğu payları (Şirket'in iç kaynaklardan ve kar payından yapabileceği bedelsiz sermaye artırımları nedeniyle elde edeceği bedelsiz paylar da dahil) Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 2 yıl boyunca satmayacağını, devretmeyeceğini, rehinlemeyeceğini veya bu paylar üzerinde olmayacağını taahhüt etmiştir.

Şirket Bilgileri

1997 yılında “Gen İlaç ve Sağlık Ürünleri San. ve Tic. Ltd. Şti.” ticaret unvanı ile Yasemin Bahar Tural ve Kemal Aydoğduoğlu tarafından kurulmuştur. Gen, Mayıs 1998 tarihinde Abidin Gülmüş ve Labotest Laboratuar Cihazları San. Ltd. Şti. tarafından devralınmıştır. 2007 yılında Ankara’daki merkez adresine taşınan şirket, 07.02.2010 tarihinde nevi değiştirilerek anonim şirkete dönüşmüş ve ticaret unvanı “Gen İlaç ve Sağlık Ürünleri San. ve Tic. A.Ş.” olmuştur.

Gen, Ankara’da bulunan 40 bin M2 alana kurulmuş üretim tesisinde 2017 yılından bu yana kendi ürünlerini üretmekte olup, Türkiye için Ankara, İstanbul, İzmir ve Trabzon ofislerinde 20 yılı aşkın süredir faaliyet göstermektedir. Şirketin yurtdışı faaliyetleri de bulunmakta olup Azerbaycan, Kazakistan, Özbekistan ve Rusya’da temsilcilik fişleri bulunmaktadır.

Şirket’in 21.06.2021 tarihi itibarıyla çalışan personel sayısı 404’tür.

Şirketin esas sözleşmesine göre amaç ve konuları, Tıp ve ilaç sanayinde kullanılan kimyasal maddeler teşhis reaktiflerin, radyoaktif tanı kitlerinin, eczane ve hastane levazimatının alım ve satımını, ithalat ve ihracatını, üretim ve pazarlamasını, taahhüt işlerini, mümessilliğini ve acenteliği olduğu belirtilmiştir.

Gen mevcut durumda, ender görülen hastalıkların tedavisinde ve bu hastalıklara bağlı olarak gelişen fonksiyon bozukluklarının giderilmesinde kullanılan ilaçların yurtdışındaki ilaç firmalarından ithal edilmesi ve Türkiye’de veya yetkili kılındığı diğer ülkelerde ruhsatlandırılması, jenerik ilaçların geliştirilmesi ve üretilmesi, üretilen jenerik ilaçların hem Türkiye hem de çeşitli ülkelerde ruhsatlandırılarak satılması, Türkiye’de ruhsatlı olmaya 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.

Ortaklık Yapısı

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

Halka Arzdan Elde Edilecek Gelirin Kullanım Alanları

Şirket, pay sahipleri olan Abidin Gülmüş ve Absel Emlak ve Turizm San. ve Tic. Ltd. Şti'nin "Halka Arz Eden Pay Sahipleri" mevcut paylarından herhangi bir gelir elde etmeyecek olup, sermaye artışı yoluyla ihraç edilecek yeni payların halka arz edilmesi sonucunda gelir elde edecektir. Sermaye artırımını yoluyla elde edilecek fonun kullanım yerleri,

- Hali hazır devam eden yatırımların finansmanı ve hammadde temini:** Halka arzda sermaye artırımında elde edilen gelirin yüzde 15-20'si ile Şirket'in Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı'ndan almış olduğu yatırım teşvik belgesi kapsamında yapılmakta olan fabrika ve ek üretim alanlarının yatırım finansmanında kullanılması planlanmaktadır.
- Şirket satın almaları ve/veya yurtiçi yeni yatırımlar:** Şirket, halka arz gelirinin yüzde 60-70'lik kısmını sağlık sektöründe mevcut ürün portföyüne katkı sağlayacak ve yurtiçi ve yurtdışı büyümesini destekleyecek ilaç ve aşı üretim alanlarında şirket satın almaları ve/veya yeni fabrika yatırımlarında kullanmayı amaçlamaktadır.
- İşletme sermayesi kullanımı:** Şirket faaliyetleri sırasında karşılaşılabileceği fırsatları değerlendirmek ve kur artışlarının etkisini minimize etmek için elde edilecek nakdin yüzde 10-15'i işletme sermayesi olarak tutulması planlanmaktadır.
- Yeni ürün geliştirme ve Pazar araştırmaları:** Halka arzdan elde edilen gelirin yaklaşık yüzde 10-15'lik kısmı Şirket Pazar ve ürün araştırma faaliyetlerinde kullanılması planlanmaktadır.

FİNANSAL BİLGİLER

Son 3 yıllık bağımsız denetimden geçmiş karşılaştırmalı özet finansal durum ve kar-zarar tablosu aşağıdaki gibidir.

Kar veya Zarar Kısmı (TL)	31.03.2021	31.03.2020	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
Hasılat	806.241.648	432.950.707	2.149.967.988	1.795.146.033	1.180.434.205
Satışların Maliyeti	-680.699.346	-377.954.027	-1.816.646.536	-1.486.550.525	-1.008.506.180
Brüt Kar (Zarar)	125.542.302	54.996.680	333.321.452	308.595.508	171.928.025
Genel Yönetim Giderleri	-15.484.628	-8.544.348	-38.221.977	-29.860.952	-23.550.786
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-20.838.240	-17.608.420	-72.556.769	-76.598.638	-62.696.888
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	0	0	0	-2.450.962
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	14.731.486	11.199.249	40.566.656	17.472.640	39.524.935
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-14.119.615	-4.586.377	-40.978.503	-47.633.211	-71.855.598
Esas Faaliyet Karı / Zararı	89.831.305	35.456.784	222.130.859	171.975.347	50.898.726
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	255.898	404.103	21.005.534	7.256.672	1.170.075
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0	0	-7.408.397	-77.034	-6.428
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	90.087.203	35.860.887	235.727.996	179.154.985	52.062.373

Finansman Gelirleri	5.089.319	5.051.078	25.721.922	17.304.687	51.469.958
Finansman Giderleri	-10.926.241	-12.162.155	-44.616.858	-37.383.845	-96.494.662
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	84.250.281	28.749.810	216.833.060	159.075.827	7.037.669
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	-2.496.419	-4.750.984	-9.735.421	-16.632.522	-1.552.755
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	-2.651.063	-3.239.367	-4.392.927	-15.236.627	-5.415.200
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	154.644	-1.511.617	-5.342.494	-1.395.895	3.862.445
Net Dönem Karı (Zararı)	81.753.862	23.998.826	207.097.639	142.443.305	5.484.914

Bilanço (TL)	31.03.2021	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
Dönen Varlıklar	553.776.766	662.012.328	374.544.037	266.852.764
Nakit ve Nakit Benzerleri	19.144.208	58.650.155	53.683.803	5.934.388
Ticari Alacaklar	152.709.346	128.612.134	106.672.228	78.858.545
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	7.725.704	1.461.650	2.421.190	3.285.217
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	144.983.642	127.150.484	104.251.038	75.573.328
Diğer Alacaklar	141.079.467	126.708.297	64.584.529	61.249.420
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	115.681.153	100.538.689	43.402.075	40.321.302
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	25.398.314	26.169.608	21.182.454	20.928.118
Stoklar	204.480.601	322.122.191	126.994.466	98.989.063
Peşin Ödenmiş Giderler	20.017.489	12.683.468	11.821.066	10.419.712
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	0	545.956	545.355	0
Diğer Dönen Varlıklar	16.345.655	12.690.127	10.242.590	11.401.636
Duran Varlıklar	434.478.472	416.229.665	185.688.012	145.764.105
Finansal Yatırımlar	1.903.195	1.903.195	1.378.012	1.378.012
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	27.506.834	27.506.834	8.175.000	8.175.000
Maddi Duran Varlıklar	366.573.006	353.601.661	159.974.517	120.672.902
Şerefiye Dışındaki Maddi Olmayan Duran Varlıklar	23.720.173	20.949.289	4.293.293	3.436.913
Peşin Ödenmiş Giderler	13.300.000	11.050.000	10.040	25.326
Ertelenmiş Vergi Varlığı	1.475.264	1.218.686	11.857.150	12.075.952
Toplam Varlıklar	988.255.238	1.078.241.993	560.232.049	412.616.869
Kısa Vadeli Yükümlülükler	321.715.476	448.383.175	261.933.712	237.259.967
Kısa Vadeli Borçlanmalar	28.334.182	50.531.533	16.330.202	63.095.866
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	53.567.855	60.243.828	59.200.226	33.714.089
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	8.542.205	9.452.131	6.736.380	9.676.251
Ticari Borçlar	201.264.570	305.327.803	141.629.046	105.622.196
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	18.953.367	12.933.105	6.890.756	3.251.177
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	182.311.203	292.394.698	134.738.290	102.371.019
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	9.514.085	5.060.160	4.365.952	3.325.104
Diğer Borçlar	6.801.247	229.515	1.741.678	5.844.197
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	1.428.106	47.387	1.426.543	3.767.028
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	5.373.141	182.128	315.135	2.077.169
Ertelenmiş Gelirler	397.788	3.813.607	10.722.791	724.986
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	1.247.680	313.267	10.023.774	4.970.027
Kısa Vadeli Karşılıklar	12.045.864	13.411.331	11.183.663	10.283.239

Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	1.870.161	5.332.348	3.090.497	2.382.955
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	10.175.703	8.078.983	8.093.166	7.900.284
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	0	0	0	4.012
Uzun Vadeli Yükümlülükler	63.259.778	72.497.730	52.814.744	62.769.902
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	33.723.862	42.167.719	46.982.243	51.880.823
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	3.718.762	4.994.489	3.021.031	8.472.899
Ertelenmiş Gelirler	0	0	0	149.713
Uzun Vadeli Karşılıklar	5.221.033	4.894.969	2.811.470	2.266.467
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	5.221.033	4.894.969	2.811.470	2.266.467
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	20.596.121	20.440.553	0	0
Özkaynaklar	603.279.984	557.361.088	245.483.593	112.587.000
Ödenmiş Sermaye	250.000.000	50.000.000	50.000.000	50.000.000
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir	102.234.213	102.614.227	-2.583.039	-1.900.731
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak	102.234.213	102.614.227	-2.583.039	-1.900.731

DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİLER

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 22.06.2021 tarihli fiyat tespit raporunda, İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ile Piyasa Çarpanları Analizi yöntemlerinin uygulanmasına karar verilmiştir.

Piyasa Çarpanları Analizi

Halka Arz fiyat hesaplamasında, 2020 yıl sonu verileri ile 2021 yılı tahmini verileri kullanılmış ve Şirket'in nakit yönetimi faaliyetini en iyi yansıttığı gerekçesi ile FD/FAVÖK oranı kullanılmıştır. Uygulanan yöntemin makul olduğunu söylenebilir. Borsa İstanbul'da birebir benzer bir şirketin bulunmadığı ancak sağlık ve ilaç sektöründe faaliyet gösteren şirketler incelendiğinde en yakın olarak Deva Holding A.Ş. "DEVA" hesaplamaya dahil edilmiştir.

Yurtdışında faaliyet gösteren şirketlerinde benzer yöntemle incelenmiş ve analize dahil edilmiştir.

Şirket İsmi	Piyasa Değeri	FD/FAVÖK	FD/FAVÖK	F/K	F/K
		2020	2021T	2020	2021T
Deva Holding (*)	682.114.791	9,1	7,5	7,8	5,7
Faes Farma SA	1.264.028.277	8,9	8,4	14,2	13,8
Karo Pharma AB	1.457.818.635	25,4	17,4	258,4	51,6
Chong Kum Dang Pharmaceutical Corp	1.371.115.508	10,2	9,9	16,5	16,4
China Resources Sanjiu Medical & Pharmaceutical Co Ltd	3.878.614.315	10,7	8,1	14,7	12,8
Caplin Point Laboratories Ltd	594.328.537	12,1	9,5	18,4	15,2
Genomma Lab Internacional SAB de CV	1.008.126.723	8,6	7,3	14,1	11
Amneal Pharmaceuticals Inc	1.636.555.603	11,7	7,6	-	6,5
Shandong Xinhua Pharmeceutical Co Ltd	727.729.165	10,6	8,3	16,6	15,6
Granules India Ltd	1.213.589.640	10,1	9,6	14,7	14,3
Daewon Pharmeceutical Co Ltd	321.219.605	9,7	8,5	19,2	14,1
Nichi-Iko Pharmaceutical Co Ltd	566.970.870	13,3	9,9	-	13,3
Medyan		10,36	8,45	14,71	13,96

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

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

İndirgenmiş Nakit Akım Analizi

Şirkete ait ilerleyen dönemler içerisinde oluşacağı tahmin edilen nakit akımlarının bugünkü değerinin tespiti için kullanılan AOSM değerleri ve ilgili açıklamalarına aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

AOSM	18,7%
Risksiz Faiz Oranı	15,0%
Uç Büyüme	5,0%
Hisse Risk Primi	5,5%
Beta	1,0
Sermaye Maliyeti	20,5%
Borçlanma Maliyeti	20,0%
Vergi	20,0%
Borç / Toplam	40,0%
Özsermaye / Toplam	60,0%

- Şirket, 2020 yılında 2,1 Milyar TL'lik satış gerçekleştirirken 2025 yılı tahminine göre satışlarını 7,1 Milyar TL'ye yükseleceği,
- 2020 yılında 242,2 Milyon TL olan FAVÖK'ün 2025 yılında 1,2 Milyar TL seviyesinde gerçekleşeceği,
- Yatırım harcamalarındaki artışın 2020 yılındaki 102,6 milyon TL'den 2021 yılında 123,2 milyon TL, 2022 yılında 109,3 milyon TL, 2023 yılında 140,3 milyon TL, 2024 yılında 139,3 milyon TL ve 2025 yılında ise 73,8 milyon TL olacağı öngörülmektedir.
- Sonsuz büyüme oranı yüzde 5 kullanılırken bu kapsamda İNA yöntemine göre şirketin değeri 3.986.244.587 TL olarak hesaplanmış olup, pay başına değer ise 15,94 TL'ye tekabül etmektedir.

Oyak Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu sonucunda Şirket'in halka arz fiyatı %50 indirgenmiş nakit akışı, %50 benzer şirket çarpan ağırlıklarıyla hesaplanmış ve 3.447 Milyon TL piyasa değerine ve hisse başına 13,79 TL'ye ulaşılmıştır. Bulunan hisse başına hedef piyasa değerine %22 halka arz iskontosu uygulandığında halka arz için 10,75TL hisse başına fiyata ulaşılmıştır.

Yöntem	Piyasa Değeri	Ağırlık	(TL)
İNA	3.986.244.587	50,00%	1.993.122.294
Çarpan Analizi	2.907.918.200	50,00%	1.453.959.100
Toplam:			3.447.081.394
Ödenmiş Sermaye:			250.000.000
Pay Başına Değer:			13,79
Halka Arz İskontosu:			22,00%
Halka Arz Fiyatı:			10,75
Piyasa Değeri:			2.687.500.000

GÖRÜŞ

- Gen İlaç için Oyak Yatırım Menkul Değerler tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, şirket hakkındaki tanıtıcı bilgilere ve şirket faaliyetlerine yönelik açıklamalara yeterli, oldukça detaylı ve anlaşılır bir şekilde yer verildiğini düşünüyoruz. İlgili raporda kullanılan değerlendirme yöntemlerinin açıklamalarına da detaylı şekilde yer verilmiştir.
- Fiyat tespiti amacıyla yapılan değerlendirme çalışmasında Gen İlaç için yapılan değerlendirme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akımları" ve "Piyasa Çarpanları Yöntemi" kullanılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Değerleme çalışmasında, gelir bazlı değerlendirme yaklaşımı olan ve şirket değerinin daha sağlıklı belirlenmesine imkân veren İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yönteminin kullanılmasını şirketin gelecek dönemlerde yaratacağı nakit akımlarını da analiz etmesi nedeniyle daha rasyonel bir şirket değeri ortaya çıkarması adına olumlu olarak değerlendiriyoruz.
- Çarpan Analizinde FD/FAVÖK çarpanının yanı sıra F/K ve FD/Satışlar çarpanlarının kullanılmasının daha makul olacağını düşünüyoruz.
- Çarpan analizinde 2020 ve 2021T FAVÖK rakamları yerine 31.03.2021 tarihi itibarıyla yıllıklandırılmış FAVÖK rakamı ile hesaplama yapılmasını daha uygun olduğunu düşünüyoruz.
- Çarpan Analizi ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin eşit ağırlıklandırılmış olmasını olumlu olarak değerlendiriyoruz.
- İNA analizinde Piyasa risk primi olarak %5,5'in baz alınmasının uygun olduğunu düşünüyoruz.
- Terminal büyüme oranı olarak %5'in belirlenmiş olmasını uygun karşılıyoruz.
- Projeksiyon dönemi boyunca risksiz faiz oranı için 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. 22.06.2021 rapor tarihine göre 10 yıllık devlet tahvilinin faizi %17.79 seviyesindedir. Bu açıdan bakıldığında belirlenen oran düşük olmakla birlikte neden bu oran belirlendiğine dair net bir açıklama da fiyat tespit raporunda bulunmamaktadır. Sonuç olarak %15 risksiz faiz oranının düşük olduğunu değerlendiriyoruz. Daha yüksek bir risksiz faiz oranı şirket değerini aşağı çeken bir sonuç verecektir.
- Yukarıdaki değerlendirmelerle birlikte kullanılan değerlendirme yöntemleri sonucu bulunan değere %22 iskonto oranı uygulanarak bulunan 10,75 TL pay başına halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.