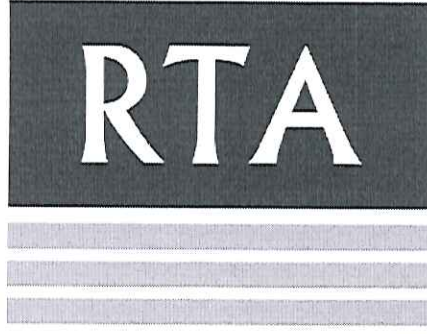




RTA LABORATUVARLARI BİYOLOJİK ÜRÜNLER İLAÇ
ve
MAKİNE SANAYİ TİCARET ANONİM ŞİRKETİ

FİYAT TESPİT RAPORU

12.05.2014



A1 CAPITAL MENKUL
DEĞERLER A.Ş.
Beybi Giz Plaza Meydan Sk.
No:1 Kat:2 D:5-6 Maslak-İSTANBUL
Meslek V.D. 388 004 3521 Tic.Sic.No: 27 0139
www.a1capital.com.tr
Mersis No: 784 920 6348 0001 50

İÇİNDEKİLER

	Sayfa No
1. RAPORUN AMACI	3
2. DEĞERLEME ÇALIŞMASI SIRASINDA UYGULANAN ETİK İLKELER	3
3. SINIRLAYICI KOŞULLAR	3
4. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	4
5. ŞİRKETİN FAALİYETLERİ ve FAALİYET GÖSTERİLEN SEKTÖRLER HAKKINDA BİLGİ	5
6. FİNANSAL TABLOLAR	11
7. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	13
7.1 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi	13
7.1.1. Varsayımlar	13
7.1.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemine Göre Şirket Değeri	18
7.2 Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi	19
7.2.1 BİST – 100 Endeksi Çarpanlarına Göre Şirket Değeri	20
7.2.2 II. Ulusal Endeksi Çarpanlarına Göre Şirket Değeri	21
7.2.3 Benzer Şirket Çarpanları Analizine Göre Şirket Değeri	21
8. SONUÇ	22

1. RAPORUN AMACI

Bu rapor, RTA Laboratuvarları Biyolojik Ürünler İlaç ve Makine Sanayi Ticaret Anonim Şirketi ("RTA Laboratuvarları", "Şirket" veya "İhraççı") ile A1 Capital Menkul Değerler A.Ş. ("A1 Capital") arasında 20.09.2013 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık ve yüklenim sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerin belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

2. DEĞERLEME ÇALIŞMASI SIRASINDA UYGULANAN ETİK İLKELER

- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- A1 Capital, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirkete ve hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işi bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Hukuka uygun davranılmış ve konuyla ilgili yasal mevzuata riayet edilmiştir.

3. SINIRLAYICI KOŞULLAR

- Raporda kullanılan bilgiler kamuya açıklanmış ve talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış olan bilgilerden oluşmaktadır.
- Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerlendirme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.

A1 CAPITAL MENKUL
DEĞERLER A.Ş.
Beybi Güz Plaza Meydan Sk.
No:1 Kat:2 D:5-6 Maslak - İSTANBUL
Maslak V.D. 382 004 3521 Tic.Sic.No: 270189
www.a1capital.com.tr
Mersis No: 784 92263434000013150

- Değerleme çalışmaları genel kabul görmüş denetleme ilke, esas ve standartlarına göre bir denetimi veya inceleme çalışmasını içermemiştir.
- Değerleme çalışmalarına esas teşkil etmek üzere A1 Capital'e sunulan bilgilerin güvenilir ve doğru olduğu varsayılmış, bu bilgilerin güvenilir ve doğruluğu denetlenmemiştir.
- Şirket hissedarlarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.
- A1 Capital, Şirket tarafından sağlanan projeksiyonların gerçekleştirilebilirliği üzerinde bir çalışma yapmamış olup; Şirket ve ilgili personellerden elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır.
- Kullanılan projeksiyonların değiştirilmesi ve farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

4. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

RTA Laboratuvarları 13.05.1996 tarihinde kurulmuştur.

Şirket'in merkezi Gebze, Kocaeli'nde bulunmaktadır. Fabrikası da aynı binada olup Gebze Plastikçiler Organize Sanayi Bölgesi ("GEPOSB") içinde yer almaktadır.

Şirketin kayıtlı sermaye tavanı 50.000.000 TL olup, çıkarılmış sermayesi 4.800.000 TL'dir. Şirketin ortaklık yapısı aşağıda gösterilmiştir.

Adı Soyadı	Sermaye Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
Reşat ULTAV	1.600.000	33,33%
Ali TAŞ	1.600.000	33,33%
Mehmet Tayyip TÜRKASLAN	1.600.000	33,33%
Toplam	4.800.000	100,00%

Şirket'in 31.12.2013 tarihi itibarıyla çalışan sayısı 45'tir.

**A1 CAPITAL MENKUL
DEĞERLER A.Ş.**
Beybi Giz Plaza Meydanı Sk.
No:1 Kat:2 34565 Maslak/İSTANBUL
Maslak V.D. 382 004 3521 T.c.Sic.No: 270189
www.a1capital.com.tr
Mersis No: 784 9226343443150

5. ŞİRKETİN FAALİYETLERİ ve FAALİYET GÖSTERİLEN SEKTÖRLER HAKKINDA BİLGİ

Sağlık sektöründe insan ve hayvan sağlığı alanlarında faaliyet gösteren RTA Laboratuvarları 13 Mayıs 1996 tarihinde mikrobiyoloji uzmanı, beslenme doktoru ve jinekoloji doktoru üç veteriner tarafından Kozyatağı, İstanbul'da kuruldu. Şirket veteriner sahaya yönelik bazı yem katkılarının ve tanınmış bir dünya markasının (Merial) biyolojik farmasötiklerinin (aşı) ithalatı ile iş hayatına başlamıştır.

2002 yılında GEPOSB'de kendi binasına taşınmadan önce verdiği biyoteknoloji alanına yatırım kararı doğrultusunda Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırmalar Kurumu ("TÜBİTAK") sponsorluğu ile Ar-Ge faaliyetlerine başlamıştır. 2006 yılından bu yana RTA Laboratuvarları'nın 10 adedin üzerinde projesi TÜBİTAK, Sanayi Tezleri Programı ("SAN-TEZ") ve KOSGEB tarafından desteklenmiştir. Üniversitelerle ve araştırma kuruluşları ile birlikte ya da sadece RTA Laboratuvarları tarafından yürütülen bu projelerden bir kısmı sonuçlanmış ve ürün haline dönüşmüş, diğer kısmının çalışmaları ise halen devam etmektedir. RTA Laboratuvarları ülke ortalamasının çok üzerinde bir oranla 2013 yılında gelirinin %6,2'sini Ar-Ge faaliyetlerine ayırmış olup, kendi alanında ülkenin en büyük biyoteknoloji firması olma kararını devam ettirmektedir.

RTA Laboratuvarları hayvan sağlığı alanında kanatlı aşıların dağıtım faaliyetini aynı partner firma olan Merial ile 17 yıldan beri başarı ile devam ettirmektedir. Bunun yanında partner firmada bulunmayan yine kanatlı sektörüne yönelik bazı aşılar için de Bioproperties isimli bir başka firma ile çalışılmaktadır.

İhraççı, 7 büyük rakibin bulunduğu 24,0 milyon Euro'luk kanatlı aşı sektörü pazarında %22,0 payla önemli bir yere sahiptir.

İhraççı tarafından hem iç hem de dış pazar için aşıların koruma başarısının artırılmasına yönelik stabilizatör üretilmektedir. Aşıların kuluçkahanede uygulanmasına yönelik aşılama ekipmanlarından bazılarının üretim kararı 2013 yılında hayata geçirilmiş olup, yurt dışına satışına da başlanmıştır.

Bir başka aşılama ekipmanının prototipi tamamlanmış olup, 2014 yılı içinde pazara verilmesi planlanmaktadır.

Hayvancılık sektörüne yönelik yem katkı maddelerinin üretim ve pazarlama ruhsatlandırmalarının bir kısmı tamamlanırken, kalan kısmın ruhsatlandırılması işlemi ise devam etmektedir. İhraççının faaliyet gösterdiği alanlar için üretilecek olan bu ürünlerin 2014 yılında pazara verilmeye başlanması planlanmaktadır.

İhraççının yine destek alan projelerinden birinin çıktısı olan hayvan sağlığına yönelik yeni teknoloji bir ürünün (adjuvant/immunostimulant) ruhsatlandırma çalışmalarının da 2014 yılı içinde sonuçlandırılarak dünya pazarlarına tanıtılması planlanmıştır.

RTA Laboratuvarları, Türkiye'de insan sağlığına yönelik biyoteknolojik tanı kitlerinin geliştirilmesi ve üretimi konusunda çalışan sınırlı sayıdaki firmalardan biridir. Real Time PCR kitleri, elisa kitleri ve hızlı kart testleri İhraççının Ar-Ge ve üretimini yaptığı kitlerdendir. İhraççı bunlardan öncelikle yüksek risk grubunda olan 4 farklı Real Time PCR kitinin üretimi ile işe başlamıştır. 98/79 EC In-Vitro Diagnostic Directive'in ("IVD") Ek II-A listesinde bulunan bu kitler CE belgesi gerektirmekte olup, bu belgeye sahip üretici sayısı da sınırlıdır. Bu kitlerin İran, Pakistan, Çek Cumhuriyeti ve Almanya'da dağıtımı ile ilgili anlaşmalar imzalanmış ve bazılarının satışına başlanmıştır.

2014 yılında yurt içinde satışların başlaması için gerekli pazarlama faaliyetleri tamamlanmıştır. Bu kitler üniversite hastaneleri, devlet hastaneleri ve araştırma hastaneleri tarafından kullanılmaktadır. 3 yabancı rakibin bulunduğu bu ürünlerle ilgili yurt içi pazar büyüklüğü 22-25 milyon TL civarındadır. Yine yurt dışındaki dağıtıcı sayısının artırılması için gerekli pazarlama faaliyetlerine devam edilecektir. Real Time PCR kitleri grubundan başka enfeksiyonların tanısına yönelik Ar-Ge çalışmaları ve gıda patojenlerinin tanısına yönelik Ar-Ge çalışmaları da devam etmektedir.

RTA Laboratuvarları klinik kullanıma yönelik olarak üç ayrı grupta IVD üretmektedir. Bu gruplar mikrobiyoloji, moleküler biyoloji ve seroloji tabanlı IVD'ler olarak sayılabilir. Bu gruplar kapsamında üretilen ürünlerle ilgili detaylar üretim iş akış şemasının altında anlatılmıştır. Moleküler biyoloji tabanlı IVD'ler grubunda yer alan DNA ve RNA İzolasyon Kitleri ve Real Time PCR Kitleri devletçe desteklenmiş Ar-Ge projesi çıktılarıdır. RTA Laboratuvarları proje neticesinde prototip olarak geliştirilmiş olan bu ürünlerin ticarileştirilebilmeleri için gereken tüm klinik çalışmaları tamamlamış ve 98/79/AT Vücut Dışında Kullanılan Tıbbi Tanı Cihazları Yönetmeliği Ek II-A listesinde bulunan ve yüksek risk grubunda olan 4 farklı patojenin kantitasyonuna yönelik Real Time PCR kitlerinin CE belgelendirme sürecini de 2013 yılı başında tamamlamıştır.

İhraççı medikal ürün pazarında faaliyetlerini 3 ana grup içerisinde sınıflandırmaktadır. Mikrobiyolojik ürünler; petride besiyerler, surcheckler, tüberküloz tanı ürünleri, kromojenik ve tüpte besiyerler olarak sıralanmaktadır. Bu ürün gruplarının %80'i kliniklerde kullanılırken %20'si ilaç ve endüstride kullanılmaktadır. Bu ürün gruplarının kullanım tarihleri kısa olduğundan stoklu çalışılamamakta ve genellikle sipariş üzerine üretim yapılmaktadır. Bu ürün grubu ağırlıklı olarak yurt içine pazarlanmaktadır.

Serolojik ürünler elisa kitleri diye ifade edilen uzun kullanım süreli tanı ürünleridir. Yurt dışı talebi yüksek olan bu ürün grubu, İhraççının büyüme stratejileri içerisinde önemli yere sahiptir.

Moleküler ürünler ise İhraççının büyüme stratejilerinde önemli bir yere sahiptir. Real Time PCR Kitleri ve Nükleik Asit İzolasyon Kitleri bu ürün grubunda yer almaktadır. HBV, HCV, HIV-1 ve CMV kantifikasyonu için kullanılırlar. Tümünün AB standartlarına uygunluğu sertifikalandırılmıştır (CE-ışareti). RTA Laboratuvarları, Nükleik Asit İzolasyon Kitleri farklı örnek tiplerinden (kan, doku, bakteri, maya, plazmid, jel) yüksek kaliteli nükleik izolasyonu için kullanılır. Bu ürün grubu sadece yurt içinde

değil yurt dışında da çok tercih edilen ürünler olup, İhraççının ihracat stratejileri için büyük önem arz etmektedir. RTA Laboratuvarları Kitleri yoğun Ar-Ge çalışmaları ile optimize edilmiştir.

3 yabancı rakibin bulunduğu bu ürünlerle ilgili yurt içi pazar büyüklüğü devlete maliyet fiyatlarıyla 50-60 milyon TL civarındadır.

İhraççının Real Time PCR kitleri grubundan başka enfeksiyonların tanısına yönelik Ar-Ge çalışmaları ve gıda patojenlerinin tanısına yönelik Ar-Ge çalışmaları devam etmektedir. 2013 yılı içerisinde yüksek riskli ürünler kategorisinde bulunan bir elisa kitinin de belgelendirme çalışmaları tamamlanmıştır. Bu kitin yanı sıra gruptan 3 elisa kitinin daha belgelendirme çalışmalarının 2014-2015 yılları içinde bitirilmesi planlanmıştır. Bu kitler üniversite hastaneleri, devlet hastaneleri ve araştırma hastaneleri tarafından kullanılmakta olup, yerli pazar büyüklüğü 180-200 milyon TL'dir. Ayrıca yerli pazar büyüklüğü 40-50 milyon TL dolayında olan mikrobiyoloji laboratuvarları, gıda ve ilaç endüstrisi tarafından kullanılan mikrobiyolojik besiyerlerinin üretimi de artarak devam etmektedir. Özellikle endüstriye yönelik üretilen ürünler konusunda, ürünün son kullanıcısı olan gıda ve ilaç firmalarının kaliteli ürün konusundaki hassasiyetleri, üretim aşamalarının ve mamüllerinin sürekli iyileştirilmeleri konusunda firmayı teşvik etmektedir. Tüm bu ürünler bakımından dış pazar arama çalışmaları 2014 yılında da devam edecektir.

Hayvan Sağlığı Pazarı Hakkında Bilgi

İhraççı hayvan sağlığı sektöründe faaliyet göstermekte olup, asıl faaliyet konusu kanatlı hayvan aşısı ve ekipmanlarının pazarlama ve dağıtımdır. Sektördeki büyüme hayvan sayısındaki artışa bağlı olup, beyaz et tüketim alışkanlığı ile yüksek korelasyon içerisindedir. Piliç eti, sağlıklı beslenmede öncelikli tercih edilen ürün olma özelliği ile günümüzde başlıca protein kaynağı olurken, ikame ürünlerine göre beyaz etin fiyat avantajı sektörü sürekli büyüyen yapı içerisine sokmaktadır.

Kanatlı aşı sektörü ekonomik krizlerden etkilenmeyen son derece stratejik bir sektördür. Bir ayağı beyaz et pazarındaki büyümeye bağlı olduğundan gıda sektörüne dayanmakta, diğer taraftan hayvan sağlığına hitap ettiğinden sağlık sektörüyle bağlantılıdır.

Gıda ve sağlık sektörleri ekonomik krizlerden etkilenme riski en düşük, getirisi ise en yüksek sektörlerden biridir. Tavukçuluk sektörünün dünyada 39 milyar ABD Doları civarında büyüklüğü vardır. Bunun 35 milyar ABD Dolarını beyaz et, 5 milyar ABD Dolarını ise yumurta ve yumurta ürünleri pazarı oluşturmaktadır. Türkiye ise yaklaşık 5,5 milyar ABD Doları sektör büyüklüğü ile dünyada yer alan en büyük 10 pazar arasında yer almaktadır.

Kanatlı et ve sakatat ihracatı 2002 yılında 19.642 ton iken 2012 yılında ileri işlenmiş kanatlı eti ile birlikte 326.249 ton olarak gerçekleşmiştir. 2002 yılında sofralık ve damızlık/kuluçkalık toplam yumurta ihracatı 31.900.693 adet iken, 2012 yılında bu rakam 4.230.860.000 adet olmuştur. 2002-2012 yılları arasında kanatlı et ve sakatat ihracatı 16 kat, yumurta ihracatı ise 132 kat artış göstermiştir.

Türkiye’de kanatlı hayvan sayılarının gelişimi incelendiğinde Broyler (“Boriler”, “Etçil Tavuk”) ve Layer (“Yumurtacı Tavuk”) sayıları sürekli artış göstermekte ve çok hızlı bir büyüme trendi içerisinde. 2007 yılına baş gösteren “kuş gribi” vakası özellikle broiler sayısında ciddi bir düşüşe neden olmuştur. Layer sayısı ise artan bir ivme ile yükseliş göstermektedir. Özellikle son dönemde yumurta fiyatlarında yaşanan artış önümüzdeki dönemde layer sayısının daha da artmasına yol açacağı tahmin edilmektedir.

Kanatlı aşılarının satışı, broyer entegrasyonları, damızlıkçılar, hindi firmaları ve veteriner istihdam eden büyük layer firmalarına direkt olarak gerçekleştirilmektedir. Birkaç küçük broyer firması ile layer firmalarının %95’ine (yaklaşık 350 işletme) ise o bölgelerde hizmet veren ve ülke çapında sayıları 25 civarında olan veteriner alt dağıtıcılar (Veteriner Ecza Depoları) tarafından yapılmaktadır. Bunlar aşı satışını gaga kesme, serolojik takip yapma, aşı programı yapma, aşı uygulama gibi hizmetlerle birlikte yapmakta ve genellikle en yüksek karı bırakan aşı markalarını seçmektedirler.

Türkiye’de kanatlı aşı üretimi bulunmazken, pazarda satılan aşıların hepsi yurt dışında üretilip, ithal edilmektedir.

Pazarda 9.403 ticari etlik işletmesi, 1.050 ticari yumurtacı, 302 damızlık firması, 78 kuluçkahane, 67 kombina ve kesimhane bulunmaktadır.

Veteriner Sahaya Yönelik Ürünler Hakkında Pazar Bilgisi

Kanatlı et üretimi tüm dünya genelinde sürekli artan bir büyüme trendi içerisinde.

Dünya’da kanatlı et üretimi yıllık ortalama %3 büyüme göstermektedir. Dünya genelindeki kanatlı et üretim miktarları incelendiğinde Türkiye’nin büyüme için çok ciddi bir potansiyele sahip olduğu açıkça görülmektedir. Özellikle nüfus artış hızı olarak dünyanın önde gelen ülkelerinden biri olduğumuz düşünüldüğünde büyüme potansiyeli daha net biçimde anlaşılabilmektedir.

Kanatlı Et Üretimi (Milyon Ton)	2010	2011	2012	2013T
Afrika	4,0	4,0	4,1	4,2
Amerika	41,9	42,5	43,1	44,0
Asya	34,6	35,3	35,8	36,5
Avrupa	16,4	16,8	16,9	17,2
Dünya	96,3	98,6	101,7	105,1
Türkiye	1,44	1,61	1,75	1,80

Kaynak: BESD-BIR
T: Tahmin

Dünya genelinde kişi başı et tüketimine baktığımızda ABD’de 43,2 kg, Kanada’da 30,1 kg, Rusya’da ise 22,9 kg olarak kayıtlara geçmektedir. Türkiye’de ise bu rakam 19,3 kg’dır.

Kişi Başı Dünya Et Tüketimi - 2012	Kırmızı Et	Piliç Eti
A.B.D.	38,4	43,2
Avrupa Birliği	15,7	18,1
Brezilya	41,2	42,7
Japonya	9,7	16,2
Kanada	29,3	30,1
Rusya	17,6	22,9
Türkiye	10,7	19,3

Kaynak: BESD-BIR

Türkiye’de kanatlı sektöründe yaklaşık 2 milyon kişi istihdam edilmekte olup, 2013 yılı itibariyle sektörün toplam büyüklüğünün 3 milyar Euro’yu geçeceği öngörülmektedir.

Sektörde üretim yapan kayıtlı 12 binin üzerinde piliç kümesi bulunmaktadır.

Türkiye Kişi Başı Beyaz Et Tüketimi (kg)	Piliç	Hindi	Yumurta
2001	8,9	0,59	0,64
2002	9,3	0,36	0,91
2003	11,4	0,50	0,77
2004	13,7	0,67	0,86
2005	13,9	0,75	0,77
2006	13,4	0,65	0,58
2007	14,1	0,46	0,77
2008	15,6	0,47	0,73
2009	15,3	0,38	0,76
2010	18,0	0,44	0,72
2011	19,4	0,40	0,69
2012	19,3	0,52	0,65

Kaynak: BESD-BIR

2012 yılında ticari broyler üretimi %12,5 artışla 1,17 milyar adet olarak gerçekleşirken, ticari layer üretimi ise %3,3 artışla 46,5 milyon olarak gerçekleşmiştir.

KANATLI SEKTÖRÜ	2011 (bin)	2012 (bin)	Değişim (%)
Broyler Ticari	1.036.000	1.166.000	12,5
Layer Ticari	45.000	46.500	3,3
Broyler Damızlık	8.900	9.500	6,7
Layer Damızlık	549	650	18,4
Hindi	5.400	5.800	7,4

Kaynak: Şirket

A1 CAPITAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Beybi Çiz Plaza Meydan Sk.
No:1 Kat:2 D:5-6 Maslak İSTANBUL
Maslak V.D. 343 004 3521 Tic.Sic.No: 27.018
www.a1capital.com.tr
Mersis No: 784 92263000000000

Beşeri Sahaya Yönelik Ürünler Hakkında Pazar Bilgisi

RTA Laboratuvarları insan sağlığına yönelik tanı kitlerinin geliştirilmesi ve üretimi konusunda çalışan sınırlı sayıdaki firmadan biridir. NA izolasyon kitleri, Real Time PCR kitleri, elisa kitleri ve hızlı kart testleri bu ürünlerden bazılarıdır.

Dünyada IVD Pazarı:

Global IVD pazar büyüklüğü 2012 yılında 46 milyar ABD Doları iken 2016 yılı itibariyle 65 milyar ABD Doları seviyelerine çıkması beklenmektedir. Pazar hacminde yıllık yaklaşık %7 seviyelerinde sabit bir büyüme gözlenmektedir. Bu büyümenin sebebi, gelişmiş ülkelerdeki nüfusun yaşlanmasına bağlı talep artışı ve artan bu talebe cevap verebilmek için klinik test kapasitelerini arttırmak isteyen laboratuvarların daha çok süreci otomatize etme isteği olarak açıklanabilir.

Pazar büyüklüğü ve büyüme hızı göz önüne alındığında yoğun bir rekabetin olduğu sektörde, pazarın yaklaşık %60-%65'inde global dev firmalar rol almaktadır. Bu rekabetçi pazarda ayakta kalabilmek için üç temel strateji izlenmektedir. Bunlardan birincisi mevcut müşterinin elde tutulmasına yönelik stratejiler, ikincisi gelişmekte olan pazarlara giriş stratejileri ve bir diğeri de gelecek nesil sekanslama ve dijital PCR gibi yeni teknoloji yatırım stratejileridir.

IVD pazarının teknoloji yoğun bir pazar olması dolayısıyla, Ar-Ge ve pazarlama giderleri oldukça yüksektir. Rekabetçi kalabilmek için kaçınılmaz olan yeni teknoloji yatırımları ve bu yatırımlar nedeniyle ihtiyaç duyulan finansman ihtiyacı sektörü konsolidasyona itmektedir. Bu konsolidasyonlar neticesinde de pazarda yer alan oyuncu sayısında yıllar itibariyle azalma meydana gelmektedir.

IVD pazarına segment bazında bakıldığında en yüksek hacme 2017 yılında 30 milyar ABD Doları ile immünokimya alt segmentinin sahip olması beklenmektedir. Moleküler biyoloji alt segmentinin ise 12'lik büyüme oranı ile en yüksek büyüme oranına sahip olması ve toplam hacminin 9 milyar ABD Doları seviyelerine ulaşması beklenmektedir.

Türkiye'de IVD Pazarı:

Sağlık endüstrisi dünyada olduğu gibi Türkiye'de de yükselen bir endüstri konumundadır. Sağlık endüstrisi içinde vücut dışında kullanılan tıbbi tanı ürünlerini de kapsayan tıbbi cihazlar pazarına baktığımızda, pazar büyüklüğünün dünyada 258,4 milyar ABD Doları, Türkiye'de ise 1,9 milyar ABD Doları olduğu görülmektedir. Spesifik olarak Türkiye IVD pazarı ile ilgili bir rakam vermek gerekirse, resmi bir veri olmamakla birlikte, bu pazarın büyüklüğünün de yaklaşık 350-400 milyon ABD Doları büyüklüğünde olduğu söylenebilir.

IVD pazarı, sağlık endüstrisinin diğer kolları gibi, tüketicisi kamu olduğu için kamu tarafından da önemsenmesi gereken bir sektördür. Ne yazık ki, tıbbi cihazlar bakımından Türkiye hala %85 dışa bağımlı bulunmaktadır. Bu nedenle, yerli endüstrinin gelişmesi, Türkiye'yi tüketen konumdan üreten konuma geçirmesi bakımından son derece önemlidir. Tıbbi cihaz sektörü OECD'nin 2011 ISIC Rev.3

sınıflandırmasına göre ileri teknoloji içerikli bir yapıya sahiptir. Tıbbi cihazlar konusundaki yerli üretim hem çok az olup, hem de sektörde düşük teknoloji ürünlerin üretimine odaklanılmış durumdadır.

Tıbbi Cihaz üreticileri Türkiye'de AB'de olduğu gibi pazara girmeden önce ürüne ait CE sertifikasyon sürecini tamamlamak zorundadır. Önce risk değerlendirmesi yapılmakta, daha sonra cihazın/ürünün risk sınıfına göre değişen kapsamda bir teknik dosya ile CE belgelendirme başvurusu yapılmaktadır. Risk sınıfına bağlı olarak uygunluk beyanı ya üreticinin deklarasyonu ya da AB Komisyonu tarafından atanmış onaylı kuruluşlar tarafından gerçekleştirilmektedir. Türkiye'de üreticilerin kendileri, ürünleri ve bayileri Türkiye İlaç ve Tıbbi Cihaz Ulusal Bilgi Bankası'na (TİTUBB) kayıt olduktan sonra pazara girebilmektedir. TİTUBB verilerine göre ülkemizde kayıtlı tıbbi cihaz üreticisi sayısı 1.548 adettir.

Türkiye tıbbi cihaz sektöründe esas alıcı devlettir. Satın alma birimleri ile kullanıcılara cihazlar tanıtıldıktan ve talep yaratıldıktan sonra ihale usulü ile satış gerçekleştirilmektedir. Yerel ihtiyaçlara göre hastaneler tarafından yapılan alım taleplerinin, yeni yapılanma ile birlikte, Kamu Hastaneleri Kurumu'na bağlı 87 adet Kamu Hastane Birlikleri tarafından yapılması ön görülmektedir. Yerli üretimi desteklemek için Kamu İhale Kanunu'na (KİK) göre yerli ürünlere sunulan %15 fiyat avantajı, kanuni altyapıdaki eksiklikler ve hastanelerin ödeme miktarlarının döner sermaye paylarını etkilemesi gibi nedenlerle de-facto olarak uygulanmamaktadır.

Türkiye Tıbbi Cihaz Sanayi'nde yaratılan katma değer oldukça düşüktür. Bunun en önemli gerekçesi mevcut firmaların Ar-Ge'ye dayalı yenileşim alt yapılarının yeterli olmamasıdır. Pek çok sanayi alanı için geçerli olan bu durum, tıbbi cihaz sanayinin yenilenmesini zorunlu kılan karakteri nedeniyle bu sektörde hayati bir önem arz etmektedir.

Avrupa'da faaliyet gösteren firmaların cirolarından Ar-Ge'ye ayırdıkları pay %8 iken, Türkiye'de bu oran %0,8 civarlarındadır. İhraççının 2013 yılı cirosundan Ar-Ge faaliyetlerine ayırdığı pay ise %6,2 ile ülke ortalamasının bir hayli üzerindedir.

6. FİNANSAL TABLOLAR

Şirket'in yıllar itibariyle Bilançosu aşağıdaki gibidir:

Bilanço (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş		
	Konsolide	Konsolide	Konsolide Olmayan
	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Dönen Varlıklar	12.285.241	16.014.843	16.531.307
- Nakit ve Nakit Benzerleri	2.912.900	2.744.777	3.246.486
- Ticari Alacaklar	4.286.506	6.602.949	4.334.616
- Diğer Alacaklar	101.827	193.893	291.095
- Stoklar	4.095.238	5.203.362	6.975.863
- Peşin Ödenmiş Giderler	470.644	683.780	509.281
- Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	279.885	431.554	883.570

- Diğer Dönen Varlıklar	138.242	154.529	290.394
Duran Varlıklar	4.318.869	4.435.165	12.820.195
-Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	1.148.845	-	-
- Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	-	-	3.920.000
- Maddi Duran Varlıklar	1.836.171	3.237.369	8.060.964
- Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.047.180	1.127.299	807.525
- Peşin Ödenmiş Giderler	31.673	36.613	31.706
- Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	33.885	-
- Diğer Alacaklar	255.000	-	-
TOPLAM VARLIKLAR	16.604.109	20.450.008	29.351.501
Kısa Vadeli Yükümlülükler	6.061.891	8.963.256	7.043.297
- Kısa Vadeli Borçlanmalar	991.924	1.316.836	8.471
- Ticari Borçlar	3.893.575	5.234.245	5.530.103
- Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	56.347	208.228	-
- Diğer Borçlar	10.935	203.865	-
- Ertelenmiş Gelirler	578.613	844.846	13.911
- Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü	279.885	431.554	883.570
- Kısa Vadeli Karşılıklar	10.697	298.435	475.981
- Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	239.915	425.248	131.260
Uzun Vadeli Yükümlülükler	350.470	495.581	1.475.655
- Diğer Finansal Yükümlülükler	629	134.048	-
- Ertelenmiş Gelirler	-	124.782	-
- Uzun Vadeli Karşılıklar	166.026	236.751	335.560
- Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	183.815	-	1.140.095
ÖZKAYNAKLAR	10.191.749	10.991.170	20.832.549
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	10.990.808	11.875.301	20.832.549
- Ödenmiş Sermaye	4.800.000	4.800.000	4.800.000
- Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	1.662.863	1.006.826	4.079.496
- Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	73.924	37.258	377.704
- Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	967.231	967.231	967.231
- Geçmiş Yıllar Kârları/Zararları	1.501.091	2.647.234	6.472.055
- Dönem Net Kârı/Zararı	1.985.699	2.416.752	4.136.062
Kontrol gücü Olmayan Paylar	(799.059)	(884.131)	-
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	10.191.749	10.991.171	20.832.549
TOPLAM KAYNAKLAR	16.604.109	20.450.008	29.351.501

Şirket'in yıllar itibariyle Gelir Tablosu aşağıdaki gibidir:

	Bağımsız Denetimden Geçmiş		
Gelir Tablosu (TL)	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Hasılat	16.748.432	18.229.371	18.661.873
Satışların Maliyeti (-)	-9.563.233	-10.578.587	-9.458.640
Brüt Kar/Zarar	7.185.199	7.650.784	9.203.234
Genel Yönetim Giderleri (-)	-3.306.739	-3.092.058	-2.766.995
Pazarlama Giderleri (-)	-218.361	-730.900	-224.916
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-1.020.868	-857.619	-1.157.601
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	711.771	710	2.962.231
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-1.139.862	-465.295	-2.934.448
Esas Faaliyet Kârı/Zararı	2.211.140	3.214.670	5.081.506

Finansman Giderleri (-)	-276.258	-521.446	-
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı	1.934.882	2.693.224	5.081.506
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	-279.885	-431.554	-945.443
Dönem Karı/Zararı	1.654.997	2.261.670	4.136.063
Dönem Kar Zarar Dağılımı	-	0	0
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-330.703	-155.081	0
Ana Ortaklık Payı	1.985.699	2.416.752	4.136.062

7. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

RTA Laboratuvarları paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değer belirlenmesi amacıyla değerlendirme yöntemleri olarak İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmıştır.

1. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi
2. Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi

7.1.İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi

7.1.1. Varsayımlar

1. Projeksiyonlar Türk Lirası üzerinden yapılmış olup, aksi belirtilmedikçe tüm parasal büyüklükler TL cinsindendir.
2. Projeksiyon dönemi 2014-2018 yılları arasını kapsamakta olup, Şirketin indirgenmiş nakit akımları analizine ("İNA") göre değerlemesinde ileriye dönük serbest nakit akımları hesaplanmış ve söz konusu serbest nakit akımları ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinden iskonto edilerek bugünkü değerine indirgenmiştir.
3. Gelirler iki ana kalemden incelenmiştir: Hayvan sağlığı gelirleri ve medikal gelirleri. Hayvan sağlığı gelirleri içerisinde aşı satışları, satış primleri ve ekipman satışlarından oluşmaktadır.
4. Şirket hayvan sağlığı tarafında Merial ile 2017 yıl sonuna kadar geçerli bir sözleşme imzalamış olup, Merial'in münhasır dağıtıcısı durumundadır. Yapılan projeksiyonlarda Şirketin Merial ile 17 senelik geçmiş göz önüne alınarak 2018 yılında da aralarındaki iş birliğinin devam edeceği varsayılmıştır.
5. Şirket'in 2011 yılı cirosunda oldukça yüksek bir artış gözlenmektedir. Bu artışın sebebi sektörel anlamda bir tavuk enfeksiyonunun yayılması ve dolayısıyla IB88 adı verilen bir aşının kullanımının artmasıdır. Şirket'in 2012 yılında ciro artışının düşmesinin sebebi, bir önceki yıl ciro üzerinde etkili olan aşının tedarikinde yaşanan olumsuzluklardır. Şirket'in Merial ile 2013 yılında yenilenen anlaşması neticesinde önümüzdeki dönem için ithalatı Merial'in bağlı olduğu Sanofi firması gerçekleştirecektir. Bu durum tedarik sürecinde yaşanabilecek olumsuzlukların bir kısmını bertaraf

edebilecektir. İstenilen ürünlerin zamanında getirilmesi yeni yapılan anlaşma ile taahhüt altına alınmıştır.

6. Aşı satışlarına ilişkin birim aşı fiyatları için 2014 yılında mevcut rakamlar baz alınmış olup, takip eden yıllar için ise fiyatlar Euro bazında %3 oranında artırılmıştır.
7. Şirket'in kur riski Merial ile 2013 yılında yapılan sözleşme ile azalacaktır. Çünkü önümüzdeki dönemde ithalatı Merial'in sahibi olan Sanofi Türkiye gerçekleştirecek olup, borçlanma döviz cinsinden değil Türk Lirası üzerinden Sanofi – Merial'dan yapılacaktır. Anlaşma gereği borçların geri ödeme süresi ise 150 gün olacaktır.
8. Aşı satışlarına ilişkin projeksiyonda kullanılan miktarlar her bir aşı türü için farklı oranlarda hesaplanmıştır. Artış oranı mevcut ekonomi ve sektör durumu baz alınarak belirlenmiştir.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Aşı Satışları Ciro (EUR)	5.938.653	6.620.246	7.194.281	7.865.825	8.628.495	9.497.553
Aşı Satışları Ciro (TL)	14.970.750	19.529.726	21.647.593	24.141.632	27.012.052	30.327.348
Aşı Satışları Değişim (EUR - %)		11,5%	8,7%	9,3%	9,7%	10,1%
EUR/TL	2,5209	2,9500	3,0090	3,0692	3,1306	3,1932

9. Ekipman Gelirleri: Projeksiyonda aşı satış gelirlerinin %5,5'i oranında alınmıştır. RTA Laboratuvarları aşılama ekipmanlarının büyük kısmını ithal ederken, kendi ekipmanlarının da üretimini yapmaktadır. Şirket, bu ekipmanların satışını hem yurt içine hem de yurt dışına gerçekleştirmektedir. Aynı zamanda ekipmanlar yurt içinde kiralanmaktadır.

(TL)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ekipman Gelirleri	794.369	1.074.135	1.190.618	1.327.790	1.485.663	1.668.004
Ekipman Geliri Değişim (%)		35,2%	10,8%	11,5%	11,9%	12,3%

10. Prim: Şirket, ithal ettiği Merial ürünlerinin satışından belli oranda prim almaktadır. Alınan prim satılan malın maliyetinin yaklaşık %7'sine denk gelmekte iken, 2013 yılında Merial ile yapılan anlaşma tekrar düzenlenmiş ve prim yüzdesi artırılmıştır. Yeni düzenlemeye göre Şirket'in alacağı primler yıllık alışların %10-20'si arasında değişecektir. Projeksiyonda primler bu çerçevede düzenlenmiştir.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Prim Gelirleri	566.195	1.355.597	1.979.137	2.180.372	2.729.833	2.004.337

11. Medikal kısımda Şirket'in gelir kalemlerini mikrobiyolojik, serolojik ve moleküler ürünler oluşturmaktadır. Mikrobiyolojik ürünler genelde yurt içine pazarlanmakta olup, bu grubun müşterilerini ağırlıklı olarak kamu ve özel klinikler oluşturmaktadır. Halihazırda %8 pazar payına

sahip olan firmanın gelecek senelere ilişkin hedefi %30 pazar payına sahip olmaktır. Serolojik ürünler hem yurt içine hem de yurt dışına satılabilen, mikrobiyolojik ürünlere nazaran son kullanma tarihleri kısmen daha uzun olan ürünlerdir. Firma bu ürün grubunda yurt dışı pazarda büyümeyi hedeflerken, yurt içinde de önemli bir yer edinmek istemektedir. Moleküler kısım ise firmanın esas üzerine yoğunlaştığı bölümdür. Geliştirdiği Ar-Ge faaliyetlerinin sonuçlarını 2014 yılından itibaren almaya başlayacak olan Şirketin önümüzdeki dönemde bu segmentten elde ettiği ciroların artması beklenmektedir. Yapılan projeksiyonlarda Şirketin toplam medikal bölümünün satış gelirleri içerisindeki payının %13'ten %22'ye yükseldiği görülmektedir.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Medikal	2.276.733	2.049.028	2.549.341	3.154.698	3.781.287	4.528.899
Moleküler	227.426	1.545.854	2.067.580	2.765.388	3.698.706	4.947.020
Medikal Gelirleri - Toplam	2.504.159	3.594.882	4.616.921	5.920.086	7.479.993	9.475.919
Medikal Gelirleri Değişim (%)		43,6%	28,4%	28,2%	26,3%	26,7%

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Hayvan Sağlığı	86%	86%	84%	82%	81%	78%
Medikal	13%	14%	16%	18%	19%	22%

12. Şirketin satış maliyetleri, satılan mamul maliyetleri ile satılan ticari malın maliyetlerinden oluşmaktadır. Satılan ticari malın maliyetini Merial ve diğer tedarikçilerden alınan bir başka deyişle ithal edilen malların maliyeti; satılan mamul maliyetini ise Şirket'in üretimini yaptığı medikal ürünlerin maliyeti oluşturmaktadır.

13. Satılan Ticari Malın Maliyeti: CIF maliyeti (Merial'den direk alınan ürünlerin maliyetidir.) ve ithal maliyetinden oluşmaktadır. İthal maliyeti; gümrük maliyeti, KKDF, ürünü analize gönderme maliyeti, depo maliyeti gibi maliyetleri içermektedir. İhraççının maliyetlerinin en önemli kalemini Merial aşılmasının ithalatı oluşturmaktadır. Merial aşılmasının alış fiyatları döviz cinsinden olduğundan yıllık çok büyük bir zam olmamaktadır. Bu sebeple maliyetler fiyatlardan çok satış hacmine bağlı olarak değişmiştir. İthalat usulü ile yapılan bu alımlarda toplam maliyetin yaklaşık %7'lik kısmını ithal maliyetleri, geri kalanını ise CIF maliyetler oluşturmaktadır. Önümüzdeki dönemde ithalat Sanofi Türkiye-Merial tarafından gerçekleştirileceği için ithal maliyetleri ve kur riski firmaya ait olmayacaktır.

14. CIF maliyeti: Merial ile yeniden düzenlenen anlaşma gereğince artık RTA Laboratuvarları ihracat faaliyetlerinde direkt bulunmayacaktır. Projeksiyonlarda yapılan anlaşmada düzenlendiği üzere 2014 yılında extradan %23 maliyet artışı yansıtılmaktadır. İlerleyen yıllarda CIF maliyet artış oranı TL bazında %1,9 olarak devam etmektedir. 2014 yılı itibari ile RTA artık %7 oranında olan ithal maliyetlerini ödemeyecektir. Özetle firmaya yansıyacak net zam miktarı 2014 yılı için %15 civarında olacaktır.

Şirket ayrıca satışını gerçekleştirdiği ekipmanlarda %50 kar marjıyla çalışmaktadır.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
CIF Maliyeti - %93	6.653.374	13.018.899	14.276.597	15.751.382	17.435.989	19.366.912
İthal Maliyeti - %7	530.687	-	-	-	-	-
Ekipman Maliyeti	397.184	537.067	595.309	663.895	742.831	834.002
HS SMM - Toplam	7.581.245	13.555.967	14.871.905	16.415.277	18.178.820	20.200.914
HS SMM Değişim (%)		78,8%	9,7%	10,4%	10,7%	11,1%

15. Medikal satışlarının maliyeti yıllar itibariyle aşağıda gösterilmiştir.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Medikal SMM	1.072.955	1.579.458	1.836.357	2.136.588	2.431.188	2.770.042
Moleküler SMM	66.474	553.067	739.727	989.385	1.323.302	1.769.916
Medikal SMM - Toplam	1.139.429	2.132.524	2.576.084	3.125.973	3.754.490	4.539.958
Medikal SMM Değişim (%)		87,2%	20,8%	21,3%	20,1%	20,9%

16. Şirket'in bina amortisman süresi 20-50 yıl; makine ve cihazların amortismanı 5-10 yıl; taşıt araçları 5-10 yıl; demirbaşların amortisman süresi 5-10 yıldır. Amortisman tablosu hazırlanırken Şirket'in alınan ekipman yatırımları, Ar-Ge yatırımlarının amortismanı ve diğer yatırımlarının amortismanı olarak dikkate alınmıştır.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ar-Ge'den Ayrılacak Amortisman	-	112.000	212.000	312.000	412.000	512.000
Yatırımdan Ayrılacak Amortisman	-	47.932	92.921	125.863	162.641	193.380
Mevcut Amortisman	1.133.086	278.594	179.863	129.445	56.000	56.000
TOPLAM	1.133.086	438.527	484.783	567.308	630.641	761.380

17. Merial ile yenilenen anlaşma gereği pazarlama faaliyetlerinin bir kısmı Sanofi Türkiye'ye devredilmiştir. Aşının tanıtımı, fuar, müşteriye teknik destek gibi giderlerin hepsi önümüzdeki dönem Merial tarafından karşılanacaktır. Şirketin faaliyet giderlerindeki artışın yıllar itibariyle %11 - %13 aralığında değişeceği varsayılmıştır.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Pazarlama, Satış ve Dağıtım	224.916	269.899	323.879	388.655	466.386	559.663
Genel Yönetim	2.766.995	3.043.695	3.256.753	3.484.726	3.728.657	3.989.663
Araştırma ve Geliştirme	1.157.601	1.310.483	1.470.520	1.652.006	1.857.978	2.091.918
TOPLAM	4.149.512	4.624.076	5.051.152	5.525.387	6.053.021	6.641.244
Değişim (%)		11,4%	9,2%	9,4%	9,5%	9,7%

18. Net işletme sermayesinin hesaplanmasında ortalama devir hızları gün olarak aşağıdaki gibi alınmıştır:

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ticari Alacaklar	4.334.616	6.329.501	7.281.264	8.295.676	9.554.960	10.724.264
Stoklar	6.975.863	6.447.325	7.158.745	8.004.970	8.970.553	10.102.736
Ticari Borçlar	5.530.103	6.447.325	7.158.745	8.004.970	8.970.553	10.102.736
Net Satışlar	18.661.873	25.669.643	29.529.573	33.643.574	38.750.671	43.492.847
SMM	9.458.640	15.688.491	17.419.612	19.478.761	21.828.347	24.583.325
Alacak Tahsil Süresi	85	90	90	90	90	90
Borç Ödeme Süresi	269	150	150	150	150	150
Stok Süresi	213	150	150	150	150	150
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Net Çalışma Sermayesi	5.780.376	6.329.501	7.281.264	8.295.676	9.554.960	10.724.264
Δ Net Çalışma Sermayesi	702.861	549.125	951.763	1.014.411	1.259.284	1.169.304

19. Şirket'in stoklarının yaklaşık %90'ını kanatlı aşılar, kalan kısmını ise üretimi gerçekleştirilen medikal ürünler oluşturmaktadır. Medikal bölümde üretilen ürünlerin kullanım tarihinin kısa olması sebebiyle daha çok siparişe göre üretim yapılmakta olup, stok tutulmamaktadır. Aşıların ise ortalama 12-24 ay arasında değişen stokta bekletme süresi vardır. 2013 yılına kadar Merial ile olan ilişkilerinde doğrudan ithalat ile yükümlü olan Şirket, ithalattaki zaman riskleri nedeniyle yüklü stok ile çalışmak zorunda kalmaktaydı. Ancak 2013 yılındaki yapılan yeni anlaşma ile birlikte ithalat işleri firmadan alınarak Sanofi Türkiye - Merial'e devredilmiştir. Bu sebeple firmanın önümüzdeki dönem stok tutma sürelerinde azalma meydana gelecektir.

	2011	2012	2013
İlk madde ve Malzeme	336.969	493.937	402.095
Yarı Mamuller	577.283	743.979	-
Mamuller	136.339	160.955	44.003
Ticari Mallar	3.044.646	3.784.779	6.529.765
Diğer Stoklar	181.121	200.833	-
Stok Değer Düş. Karşılığı	-181.121	-181.121	-
TOPLAM	4.095.237	5.203.362	6.975.863

20. Şirket'in planladığı yatırım harcamaları tablosu aşağıdaki gibidir. Halka arzdan gelecek olan gelirler ile yapılacak yatırımlar mevcut değerlemeye katılmamıştır.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Yatırımlar	101.247	479.324	449.881	329.420	367.787	307.389

21. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti %14,51 olarak hesaplanmış olup, detay bilgisi aşağıda gösterilmiştir.

AOSM	14,51%
Sermaye Ağırlığı	99,97%
Borç Ağırlığı	0,03%
Beta	1,00
Risk Primi	5,00%
Gösterge Faiz Oranı	9,51%
Borç Maliyeti	10,50%

Sermaye maliyeti belirlenirken risksiz faiz oranı olarak 10 yıllık devlet tahvilinin 12.05.2014 tarihli bileşik faiz oranı kullanılmıştır. Sermaye piyasası risk primi olarak da %5 alınmıştır. Şirketin borçlanma faiz oranı da %10,50 olarak dikkate alınmıştır. Şirket'in borç/özsermaye ağırlık oranına göre de ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti %14,51 olarak belirlenmiştir.

22. 2018 yılından sonra Şirket'e ilişkin nihai değer hesaplamasında büyüme oranı %3 olarak ön görülmüştür.

23. Kurumlar vergisi oranı %20 olarak uygulanmış ve ilgili yılda ödendiği varsayılmıştır.

7.1.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemine Göre Şirket Değeri

Yukarıda belirtilen varsayımlar doğrultusunda;

Şirketin satış gelirleri aşağıdaki gibi oluşmaktadır:

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Brüt Satışlar	19.143.459	25.926.340	29.824.868	33.980.009	39.138.178	43.927.775
Net Satışlar	19.078.700	25.669.643	29.529.573	33.643.574	38.750.671	43.492.847
Hayvan Sağlığı	16.331.314	21.959.458	24.817.347	27.649.794	31.227.548	33.999.688
Aşı Satışları	14.970.750	19.529.726	21.647.593	24.141.632	27.012.052	30.327.348
Ekipman	794.369	1.074.135	1.190.618	1.327.790	1.485.663	1.668.004
Prim	566.195	1.355.597	1.979.137	2.180.372	2.729.833	2.004.337
Medikal	2.504.159	3.594.882	4.616.921	5.920.086	7.479.993	9.475.919
Medikal	2.276.733	2.049.028	2.549.341	3.154.698	3.781.287	4.528.899
Moleküler	227.426	1.545.854	2.067.580	2.765.388	3.698.706	4.947.020
Diğer Gelirler	243.227	372.000	390.600	410.130	430.637	452.168

Şirketin satışlarının maliyeti yıllar itibariyle aşağıda gösterilmiştir:

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Satışların Maliyeti	9.184.532	15.688.491	17.419.612	19.478.761	21.828.347	24.583.325
Hayvan Sağlığı SMM	7.581.245	13.555.967	14.843.528	16.352.788	18.073.857	20.043.367
Medikal SMM	1.603.287	2.132.524	2.576.084	3.125.973	3.754.490	4.539.958

Şirketin net işletme sermayesi ihtiyacı ise aşağıdaki gibi oluşmaktadır:

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Net Çalışma Sermayesi	5.780.376	6.329.501	7.281.264	8.295.676	9.554.960	10.724.264
Δ Net Çalışma Sermayesi	702.861	549.125	951.763	1.014.411	1.259.284	1.169.304

Aşağıda detayları verilen İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi varsayımlarına göre Şirketin değeri 81.672.057 TL olarak hesaplanmaktadır. Şirketin çıkarılmış sermayesi 4.800.000 TL olup, birim pay değeri 17,02 TL'ye denk gelmektedir.

İndirgenmiş Nakit Akımları (TL)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Net Satışlar	19.078.700	25.669.643	29.529.573	33.643.574	38.750.671	43.492.847
Satışların Maliyeti	9.184.532	15.688.491	17.419.612	19.478.761	21.828.347	24.583.325
Brüt Kar	9.894.168	9.981.152	12.109.960	14.164.813	16.922.324	18.909.522
Faaliyet Giderleri	4.149.512	4.624.076	5.051.152	5.525.387	6.053.021	6.641.244
EBIT	5.744.656	5.357.076	7.058.808	8.639.426	10.869.304	12.268.278
EBIT üzerinden vergi (-)	1.148.931	1.071.415	1.411.762	1.727.885	2.173.861	2.453.656
EBIAT	4.595.725	4.285.661	5.647.046	6.911.541	8.695.443	9.814.623
Amortisman (+)	1.133.086	438.527	484.783	567.308	630.641	761.380
Yatırım Harcamaları (-)	101.247	479.324	449.881	329.420	367.787	307.389
Net İşletme Sermayesi Değişimi (+)	702.861	549.125	951.763	1.014.411	1.259.284	1.169.304
Serbest Nakit Akımı	6.330.425	4.793.988	6.633.712	8.163.840	10.217.581	11.437.917
İndirgenmiş Nakit Akımları	6.330.425	4.186.586	5.059.210	5.437.304	5.942.926	5.809.813
Projeksiyon Dönemi	26.435.838					
Atık Değer	51.998.204					
Şirket Değeri	78.434.042					
Net Borç (-)	-3.238.015					
Sermaye Değeri	81.672.057					

7.2. Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi

Piyasa çarpanları analizi yöntemine göre Şirket'in piyasa değeri BİST – 100 Endeksi, II. Ulusal Endeksi ve yurt dışında işlem gören benzer nitelikteki şirketlerin çarpanları kullanılarak tespit edilmiştir.

Piyasa arpanları analizi yöntemine göre piyasa değerin hesaplamasında;

- Fiyat / Kazanç (F/K)
- Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD)
- Firma Değeri / Faiz Amortisman ve Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK)
- Firma Değeri / Satışlar (FD/S)

arpanları kullanılmıştır.

Piyasa arpanları analizinde, 12.05.2014 tarihli benzer şirket arpanları ile BİST – 100 endeksinin verileri dikkate alınmıştır.

Piyasa arpanları analizi yöntemine göre şirket değerlerini elde etmek için çarpanlarda kullanılacak şirket verileri olarak RTA Laboratuvarları'nın 2013 yılı verileri dikkate alınmış olup, söz konusu veriler aşağıda gösterilmiştir.

	31.12.2013
Şirket Verileri	
Net Kar	4.136.062
Özkaynaklar	20.832.549
Satışlar	18.661.873
FAVÖK	6.186.808
Net Borç	-3.238.015

7.2.1. BİST – 100 Endeksi arpanlarına Göre Şirket Değeri

RTA Laboratuvarları'nın şirket değeri tespit edilirken, piyasa çarpanlarından BİST– 100 endeksinin arpanları ve Şirket'in 2013 yılı verileri kullanılmıştır.

BİST–100 endeksinin 12.05.2014 tarihli arpanları aşağıdaki şekilde oluşmuştur. Söz konusu çarpan değerleri Finnet Veri Programı'ndan temin edilmiştir.

	F/K	FD/FAVÖK
BİST-100 Endeksi	13,18	9,05

	F/K	FD/FAVÖK	Ortalama
Şirket Değeri (TL)	54.516.258	59.243.676	56.879.967

BİST-100 endeksinin F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarından hareketle RTA Laboratuvarları'nın ortalama şirket değeri 56.879.967 TL olarak hesaplanmıştır. Şirketin çıkarılmış sermayesi 4.800.000 TL olup, birim pay değeri 11,85 TL'ye denk gelmektedir.

Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılması mümkündür.

7.2.2. II. Ulusal Pazar Endeksi Çarpanlarına Göre Şirket Değeri

RTA Laboratuvarları'nın şirket değeri tespit edilirken, piyasa çarpanlarından II. Ulusal Endeksinin çarpanları ve Şirket'in 2013 yılı verileri kullanılmıştır.

II. Ulusal Endeksinin 12.05.2014 tarihli çarpanları aşağıdaki şekilde oluşmuştur. Söz konusu çarpan değerleri Finnet Veri Programı'ndan temin edilmiştir.

	F/K	FD/FAVÖK
II. Ulusal Endeksi	22,82	14,85

	F/K	FD/FAVÖK	Ortalama
Şirket Değeri (TL)	94.380.017	95.120.547	94.750.282

II. Ulusal Endeksinin F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarından hareketle RTA Laboratuvarları'nın ortalama şirket değeri 94.750.282 TL olarak hesaplanmıştır. Şirketin çıkarılmış sermayesi 4.800.000 TL olup, birim pay değeri 19,74 TL'ye denk gelmektedir.

Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılması mümkündür.

7.2.3. Benzer Şirket Çarpanlarına Göre Şirket Değeri

RTA Laboratuvarları'nın şirket değeri tespit edilirken, Şirket'in yurt içinde BİST'te işlem gören benzer alanda faaliyet gösteren şirket olmaması sebebiyle yurt dışı benzer şirket çarpanları ile Şirketin 2013 yılı verileri kullanılmıştır.

Yurt dışında işlem gören benzer şirketler olarak Allergan, Zoetis, Monsanto, Eco Animal ve Guangdong DaHuandong Animal belirlenmiş olup, benzer şirket çarpanlarının elde edilmesinde söz konusu şirketlerin uç değer olarak tabir edilebilecek verileri ortalamaya dahil edilmemiştir. Benzer şirketlerin 12.05.2014 tarihli çarpanları aşağıdaki şekilde oluşmuştur. Söz konusu çarpan değerleri Bloomberg'den temin edilmiştir.

	F/K	PD/DD	FD/S	FD/FAVÖK
Allergan	34,84	7,19	5,48	16,93
Monsanto	23,15	4,45	3,71	12,50
Zoetis	22,09	16,39	4,26	18,87
Eco Animal	29,32	1,71	3,53	13,41
Guangdong Dahuandong	19,52	1,94	2,31	
Ortalama	25,78	3,82	3,86	15,43

PD / DD ortalaması alınırken uç değer olarak Zoetis'in çarpanı ortalamaya dahil edilmemiştir.

	F/K	PD/DD	FD/S	FD/FAVÖK	Ortalama
Şirket Değeri (TL)	106.636.568	79.627.995	75.202.094	98.669.845	90.034.125

Benzer şirket çarpanlarından hareketle RTA Laboratuvarları'nın ortalama şirket değeri 90.034.125 TL olarak hesaplanmıştır. Şirketin çıkarılmış sermayesi 4.800.000 TL olup, birim pay değeri 18,76 TL'ye denk gelmektedir.

Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılması mümkündür.

8. SONUÇ

RTA Laboratuvarları'nın indirgenmiş nakit akımları analizi, BİST-100 Endeksi, II. Ulusal Endeksi ve benzer şirketlerin çarpanlarına göre elde edilmiş şirket değerleri sırasıyla %50-%15-%15-%20 oranında ağırlıklandırılarak RTA Laboratuvarları için nihai şirket değerine ulaşılmıştır.

RTA Laboratuvarları finansal tablolardan da görüleceği üzere nakit fazlası olan bir şirkettir. Geçmiş dönemler ve şirketin gelecek döneme ilişkin beklentileri göz önünde bulundurularak yapılan projeksiyonlar baz alınmakta olup şirketin gerçek değerinin hesaplanabilmesi için indirgenmiş nakit akımları analizi %50 olarak ağırlıklandırılmıştır.

Kalan %50 ağırlıklandırma BİST-100 Endeksi Çarpanları, II. Ulusal Pazar Endeksi Çarpanları ve Benzer Şirket Çarpanları arasında sırasıyla %15-%15-%20 olarak ağırlıklandırılmıştır.

Şirket II. Ulusal pazara girmeyi planladığından dolayı II. Ulusal Pazar endeksi çarpanları kullanılmış ve %15 olarak ağırlıklandırılmıştır.

Mevcut piyasa koşullarını da göz önünde bulundurmak amacıyla BİST-100 Endeksi %15 olarak ağırlıklandırılmıştır.

Şirketin yurt içinde piyasada işlem gören benzer şirketi bulunmamaktadır. Bu sebeple yurt dışı çarpanlar kullanılmış ve %20 olarak ağırlıklandırılmıştır.

	Şirket Değeri	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
İNA'ya Göre	81.672.057	50%	40.836.028
BİST-100 Endeksine Göre	56.879.967	15%	8.531.995
II. Ulusal Pazar Endeksine Göre	94.750.282	15%	14.212.542
Benzer Şirketlere Göre	90.034.125	20%	18.006.825
Toplam Şirket Değeri			81.587.391
İskontolu Şirket Değeri			62.400.000
Halka Arz Fiyatı			13,00

Bu doğrultuda RTA Laboratuvarları'nın ağırlıklandırılmış ortalama şirket değeri 81.587.391 TL olarak hesaplanmıştır. Şirketin çıkarılmış sermayesi 4.800.000 TL olup, birim pay değeri 17,00 TL'ye denk gelmektedir. Şirketin halka arz fiyatı %23,5 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 13,00 TL olarak belirlenmiştir.

Halka arz fiyatı, oranı ve halka arz öncesi/sonrası Şirket değerine ilişkin özet bilgiler aşağıda yer almaktadır:

Çıkarılmış Sermaye	4.800.000
Pay Başına Şirket Değeri	17,00
Halka Arz İskontosu	23,5%
Halka Arz Fiyatı	13,00
Halka Arz Öncesi Şirket Değeri	62.400.000
Halka Arz Büyüklüğü	26.000.000
Sermaye Artırımı	14.300.000
Ortak Satışı	11.700.000
Halka Arz Sonrası Şirket Değeri	76.700.000

Şirketin halka arz fiyatına göre halka arz sonrası oluşacak piyasa çarpanları ise aşağıda gösterilmiştir:

Halka Arz Sonrası Şirket Çarpanları	
F/K	18,54
PD/DD	2,26
FD/FS	3,23
FD/FAVÖK	9,75

Kullanılan varsayımların ve indirgeme oranlarının değişmesi / değiştirilmesi Şirket değerinin tespitinde elde edilen sonuçları değiştirebilecektir. Farklı değerlendirme yöntemleri ve varsayımlar çerçevesinde farklı değerlere ulaşılması da ayrıca mümkündür.

12.05.2014

A1 Capital Menkul Değerler A.Ş.

**A1 CAPITAL MENKUL
DEĞERLER A.Ş.**
Beybi Giz Plaza Meydan Sk.
No:1 Kat:2 D:5 Maslak-İSTANBUL
Maslak Y.D. 388 004 3521 Tic.Sic.No: 270189
www.a1capital.com.tr
Merkezi No: 784 9226348443150

Murat GÜLER
Yönetim Kurulu Başkanı

Bülent KIRIMLI
Genel Müdür