

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

Meditera Tıbbi Malzeme Sanayi ve Ticaret A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Meditera Tıbbi Malzeme Sanayi ve Ticaret A.Ş.	
Borsa Kodu	MEDTR
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Tahsisatlar	Yurt İçi Bireysel : %59 Çalışanlar : %1 Yurt İçi Kurumsal : %30 Yurt Dışı Kurumsal : %10
Kote Olunacak Pazar	Ana Pazar
Talep Toplama Tarihleri	23-24-25 Haziran 2021
Halka Arz Öncesi Sermaye	27.000.000 TL
Sermaye Artırımı	7.000.000 TL
Ortak Satış	0 TL
Ek Satış	0 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	34.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	20,59%
Talep Toplama Fiyatı	28,00 TL
Halka Arz Büyüklüğü	196.000.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	756.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	952.000.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2020	12,51
F/K 2021Ç1	11,14
FD/FAVÖK 2020	7,03
FD/FAVÖK 2021Ç1	6,97
PD/DD 2020	3,48

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2020	15,75
FD/FAVÖK 2020	7,03
PD/DD 2020	2,30

Özet Bilgi

- Meditera, tıbbi cihaz sayılan solunum sistemleri ve infüzyon sistemlerinin, ameliyat ipliklerinin ve biyosidal ürünlerin üretimi ve satışı ile ilaç hazırlama ve uygulama hizmetleri ile bu faaliyetlerde gereken teknik servis, bakım kalibrasyon hizmetlerini vermektedir. Üretimin tamamı Şirket merkezinin de olduğu İzmir/Tire OSB'de bulunan üretim tesislerinde gerçekleştirilmektedir.
- Üretim tesisleri, İzmir Tire Organize Sanayi Bölgesi içerisinde 41.000 m²'lik bir kampüs alanında yer alan 14.840 m² kapalı alanlı tesis ve bu tesisin içinde yer alan toplam 5.000 m² büyüklüğünde 5 adet, TS EN ISO 14644-1 "Temiz odalar ve bunlarla ilgili kontrollü ortamlar" standardının Sınıf 8 şartlarını karşılayan temiz oda ile "kontrollü alan" olarak tanımlanan laboratuvar ve üretim odasından oluşmaktadır.
- Şirketin üretim tesisi içerisindeki depolama alanları 8.160 m², 4.437 paletlik depolama kapasitesine sahiptir. İzmir ve İstanbul'da depo alanları da mevcut olan Şirket, İzmir ve İstanbul bölgelerinde teslimat ve dağıtım yapmaktadır.
- Şirket, Altech® markası ile tek kullanımlık solunum sistemlerinin üretimini, "Poviseptin®" ve "ChlorhexidalSCRUB®" markaları ile de diğer tıbbi malzeme ve biyosidal üretimlerini gerçekleştirmektedir. Distribütörlerin Şirket ürünlerinin satış ve pazarlamasında kullanımına ilişkin kısıtlı hakları dışında, markaların tüm hakları Meditera'ya aittir.
- Meditera ayrıca yurt dışında yerleşik ICU Medical firması tarafından üretilen infüzyon pompalarını satın alarak bu cihazları Türkiye'deki hastanelere yerleştirme usulü ile kurmakta, bu pompalarda kullanılan infüzyon setlerini de anılan firmadan satın almak suretiyle bu malzemeleri infüzyon pompalarını kurduğu hastanelere satmaktadır.
- Infüzyon sistemleri ürün grubunda yine benzer şekilde Meditera yurt dışında yerleşik QCore firması tarafından üretilen infüzyon pompalarını satın alarak bu cihazları Türkiye'deki hastanelere yerleştirme usulü ile kurmakta, ICU Medical'den farklı olarak ise bu pompalarda kullanılan infüzyon setlerini ise Tire'deki fabrikasında kendisi üretmektedir. OCore tarafından üretilen infüzyon pompalarında kullanılan ve Şirket tarafından üretilen infüzyon setleri global ölçekte sadece Şirket tarafından üretilmektedir.
- İzmir Tire'de S&Mohr iplik Fabrikaları A.Ş. bünyesinde üretilen Atramat® markalı cerrahi sütürler anılan şirket ile 24.05.2021 tarihinde yapılan 3 yıllık sözleşme uyarınca sadece Meditera tarafından satışa sunulmaktadır. Sözleşme taraflarca feshedilmediği takdirde birer yıl süreyle kendiliğinden uzayacaktır. Söz konusu satış faaliyeti mevcut durumda sadece yurtiçine yapılmaktadır.
- Meditera, İzmir/Tire'deki üretim tesislerinde cerrahi tırnak fırçası, bariyer krem ve el ve cilt antiseptikleri gibi hastanelerde kullanılan biyosidal ürünler üretmekte, hastanelerde merkezi ilaç hazırlama ünitelerini hastane eczaneleri içerisinde kurarak, ilaç hazırlama işinin gereken temiz oda koşullarında ve biyogüvenlik şartlarında hasta takibini ve kaydını temin ederek sağlamakta ve Türkiye'de distribütörlük haklarına sahip olduğu yurt dışı menşeli ürünlerin (infüzyon pompalarının ve onkoloji ilaç hazırlama cihazlarının) tamir, bakım ve kalibrasyonları ile yedek parça ihtiyaçlarının karşılanması faaliyetini sürdürmektedir.
- Meditera kendi tescilli markaları ve patentli ürünleri ile ürün üretiminin yanı sıra sağlık endüstrisindeki uluslararası firmalara solunum devreleri ve infüzyon setlerinde sözleşmeli üretim de yapmaktadır. Bu sayede çok uluslu şirketler tarafından sıklıkla denetlenmekte ve uluslararası mevzuata uygunluğunu ve ürün güvenlik standartlarını sürekli olarak en üst düzeyde temin edebilmektedir.
- Şirketin, 2020 yılı sonu itibarıyla mavi ve beyaz yakalı ile alt işverenler/taşeronlar dahil olmak üzere toplam personel sayısı 710 alt işverenler/taşeronlar hariç 689'dur.

Ortaklık Yapısı

Meditera Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Hissedar				
Atila Sevinçli	19.170.000	71,00%	19.170.000	56,38%
Mert Sevinçli	7.830.000	29,00%	7.830.000	23,03%
Halka Açık Kısım		0,00%	7.000.000	20,59%
Toplam	27.000.000	100,0%	34.000.000	100,0%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Mali Tablolar

Meditera Bilanço (TL)			
VARLIKLAR	2018	2019	2020
Dönen Varlıklar	153.281.897	166.005.421	241.131.580
Nakit ve Nakit Benzerleri	14.063.189	6.994.068	55.693.932
Ticari Alacaklar	82.057.370	105.462.784	106.871.360
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	2.224.346	1.406.558	384.269
<i>İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar</i>	79.833.024	104.056.226	106.487.091
Diğer Alacaklar	1.637.910	3.723.440	6.108.915
<i>İlişkili taraflardan diğer alacaklar</i>	218.947	241.029	1.258.896
<i>İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar</i>	1.418.963	3.482.411	4.850.019
Stoklar	42.058.158	37.679.543	49.526.399
Peşin Ödenmiş Giderler	2.728.343	1.891.172	4.749.029
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler</i>	2.728.343	1.891.172	4.749.029
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	933.522	11.254.414	3.120.214
Diğer Dönen Varlıklar	9.803.405		15.061.731
Duran Varlıklar	50.188.465	54.207.659	100.554.516
İştirakler, İş Ortaklıkları ve Bağlı Ortaklıklardaki Yatırımla	12.000	12.000	
Diğer Alacaklar	20.791	20.791	29.671
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	20.791	20.791	29.671
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	227.322	1.388.226	500.384
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	145.919	2.350.975	5.340.000
Maddi Duran Varlıklar	47.118.342	46.020.442	86.696.043
Kullanım Hakkı Varlıkları		2.049.758	2.791.663
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	586.201	392.927	642.148
<i>Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar</i>	586.201	392.927	642.148
Peşin Ödenmiş Giderler	3.750	7.350	
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler</i>	3.750	7.350	
Ertelenmiş Vergi Varlığı	2.074.140	1.965.190	4.554.607
TOPLAM VARLIKLAR	203.470.362	220.213.080	341.686.096

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

KAYNAKLAR	2018	2019	2020
Kısa Vadeli Yükümlülükler	60.648.053	73.033.590	87.623.593
Kısa Vadeli Borçlanmalar	3.154.897	7.364.918	4.485.002
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Kısa Vadeli Borçlanmalar</i>	3.154.897	7.364.918	4.485.002
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	19.614.599	17.700.113	14.270.574
<i>İlişkili Taraf. Uzun Vad. Borç. Kısa Vad. Borçlanmalar</i>		617.084	847.582
<i>İlişkili Olmayan Taraf. Uzun Vad. Borç. Kısa Vad. Borç.</i>	19.614.599	17.083.029	13.422.992
Ticari Borçlar	32.048.860	33.559.711	53.796.534
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	2.020.032	4.113.959	3.698.463
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	30.028.828	29.445.752	50.098.071
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	517.376	2.281.119	3.445.668
Diğer Borçlar	2.767.535	7.510.704	6.911.133
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	2.437.317	6.948.278	6.218.279
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	330.218	562.426	692.854
Ertelenmiş Gelirler	960.721	1.693.948	2.738.640
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler</i>	960.721	1.693.948	2.738.640
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü		1.005.282	
Kısa Vadeli Karşılıklar	1.584.065	1.917.795	1.976.042
<i>Çalışanlara Sağ. Fayd. İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	909.767	1.242.561	1.720.123
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	674.298	675.234	255.919
Uzun Vadeli Yükümlülükler	34.707.595	20.690.878	36.908.685
Uzun Vadeli Borçlanmalar	30.487.744	15.803.901	25.796.559
<i>İlişkili Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmalar</i>		1.537.319	1.219.100
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmalar</i>	30.487.744	14.266.582	24.577.459
Uzun Vadeli Karşılıklar	2.844.571	4.037.641	6.318.787
<i>Çalışanlara Sağ. Fay. İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	2.844.571	4.037.641	6.318.787
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1.375.280	849.336	4.793.339
ÖZKAYNAKLAR	108.114.714	126.488.612	217.153.818
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	54.698.643	67.139.129	217.153.818
Ödenmiş Sermaye	27.000.000	27.000.000	27.000.000
Kar veya Zar.Yen. Sın. Bir. Diğ. Kap. Gel. (Gid.)	6.221	-286.538	29.952.873
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	6.221	-286.538	29.952.873
<i>Maddi Duran Varlık Yeniden Değ. Artışları (Azalışları)</i>			29.829.271
<i>Tan.ş Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kaz. (Kayıpları)</i>	6.221	-286.538	123.602
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	3.199.238	3.737.460	9.239.538
Geçmiş Yıllar Zararları	12.004.700	23.954.962	90.535.612
Dönem Net Karı/Zararı	12.488.484	12.733.245	60.425.795
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	53.416.071	59.349.483	
TOPLAM KAYNAKLAR	203.470.362	220.213.080	341.686.096

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Meditera Gelir Tablosu

TL	2018	2019	2020
Hasılat	199.428.285	232.086.489	359.320.939
Yıllık Değişim		16,4%	54,8%
Satışların Maliyeti	-112.169.351	-139.783.728	-195.245.803
Yıllık Değişim		24,6%	39,7%
Brüt Kar (Zarar)	87.258.934	92.302.761	164.075.136
Yıllık Değişim		5,8%	77,8%
Brüt Kar Marjı	43,8%	39,8%	45,7%
Genel Yönetim Giderleri	-14.480.342	-20.048.407	-23.535.925
Pazarlama Giderleri	-32.177.909	-37.714.359	-45.913.647
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-1.825.200	-1.995.985	-843.974
FALİYET KARI/(ZARARI)	38.775.483	32.544.010	93.781.590
Yıllık Değişim		-16,1%	188,2%
Faliyet Kar Marjı	19,4%	14,0%	26,1%
Amortisman	12.016.505	12.256.245	12.226.338
FAVÖK1	50.791.988	44.800.255	106.007.928
Yıllık Değişim		-11,8%	136,6%
FAVÖK1 Marjı	25,5%	19,3%	29,5%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	34.472.169	23.811.898	38.576.644
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-47.944.096	-19.568.010	-36.739.483
Esas Faaliyet Karı (Zararı)	25.303.556	36.787.898	95.618.751
Yıllık Değişim		45,4%	159,9%
FAVÖK2	37.320.061	49.044.143	107.845.089
Yıllık Değişim		31,4%	119,9%
FAVÖK2 Marjı	18,7%	21,1%	30,0%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	934.889	248.131	1.311.039
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler			-1.910.975
TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Değer Düşüklüğü Kazançları (Zar.)	588.697	-474.743	351.975
Özkaynak Yön. Değ. Yatırımların Kar. (Zar.) Paylar	88.052	-19.066	-1.128.871
Finansman Geliri/(Gid.) Öncesi Faal. Karı (Zararı)	26.915.194	36.542.220	94.241.919
Finansal Gelirler	12.568.212	3.687.637	5.560.245
Finansal Giderler	-25.954.395	-8.112.807	-34.723.915
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	13.529.011	32.117.050	65.078.249
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	-924.899	-4.946.933	-4.652.454
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	-1.901.787	-5.290.737	-6.714.765
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	976.888	343.804	2.062.311
Dönem Karı (Zararı)	12.604.112	27.170.117	60.425.795
Dönem Karının Dağılımı	12.604.112	27.170.117	60.425.795
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	115.628	14.436.872	
Ana Ortaklık Payları	12.488.484	12.733.245	60.425.795

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Değerleme

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

Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- Gedik Yatırım tarafından Meditera'nın halka arz fiyatının belirlenmesinde Yıldız Pazar, yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanlarının medyanı kullanılmıştır. FD/FAVÖK çarpanının medyan değerinin kullanılmasını makul bulmakla birlikte Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanının da kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.
- Meditera'nın halka arz sonrası Ana Pazar'da işlem görmesi planlanmasına rağmen BIST Ana Pazar'da işlem gören şirketlerin verileri, bu pazardaki şirketlerin görece düşük işlem hacimleri ve artan aykırı çarpan değerlerinin yüksek volatiliteye işaret etmesi nedeniyle çarpan analizinde dikkate alınmamıştır.
- Gedik Yatırım, Şirket'in 31.12.2020 tarihli bilançosundaki net borç ve 2021 yılı tahmini FAVÖK değerini çarpan analizinde kullanmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Analizi

- Meditera'nın yurt içi benzer şirket çarpan analizinde, sağlık sektöründe faaliyet gösteren payları Borsa'da işlem gören sadece üç şirketin verilerinden yararlanılmış diğer şirketlerin (Eis Eczacıbaşı İlaç, Selçuk Ecza Deposu, Medical Park ve Lokman Hekim) iş modelinin ve faaliyet konularının farklı olması nedeniyle değerlendirme dışı tutulmuştur. Türk İlaç'ın FD/FAVÖK çarpanının 25x üzerinde olması nedeniyle değerlendirme çalışmasında sağlıklı bir sonuç vermeyeceği düşüncesiyle hesaplama dahil edilmemiş Deva Holding ve RTA Laboratuvarlar şirketlerinin FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı alınarak yurtiçi benzer şirket FD/FAVÖK çarpanı hesaplanmıştır. Sonuç olarak 11,8 FD/FAVÖK çarpanı ile hesaplama yapılmıştır.

Şirket	FD/FAVÖK
Deva Holding	9,4
RTA Laboratuvarları	14,1
Türk İlaç ve Serum	40,9
Ortalama (Aykırı Değer Hariç)	11,8
Medyan (Aykırı Değer Hariç)	11,8

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Değeri (TL)

FD/FAVÖK Çarpanı (x)	11,8
2021 Yılı FAVÖK	87.112.012
Firma Değeri	1.025.528.447
2020 Yılı Net Borç/Nakit	-11.141.797
Özsermaye Değeri	1.036.670.244

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yıldız Pazar Şirketleri Çarpan Analizi

- BİST-Yıldız Pazar'da işlem gören toplam 148 şirketten finansal hizmetler, holding, spor kulüpleri ve gayrimenkul sektörlerinde faaliyet gösteren şirketler hariç toplam 100 şirketin FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı olan 11,0 hesaplamada kullanılmış olup tarafımızca makuldür.

Yurt İçi Yıldız Pazar Şirketleri Çarpan Değeri (TL)

FD/FAVÖK Çarpanı (x)	11,0
2021 Yılı FAVÖK	87.112.012
Firma Değeri	955.200.484
2020 Yılı Net Borç/Nakit	-11.141.797
Özsermaye Değeri	966.342.281

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Analizi

- Meditera ile benzer olduğuna kanaat getirilerek seçilmiş 15 şirketin 3'ü aykırı değerlere sahip olduğundan analiz dahil edilmemiştir. Aykırı değer olarak FD/FAVÖK çarpanı alt limiti 0x, üst limiti ise 25x olarak dikkate alınmıştır. FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı kullanılmış ve 13,4 FD/FAVÖK çarpanı hesaplanmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Değeri (TL)

FD/FAVÖK Çarpanı (x)	13,4
2021 Yılı FAVÖK	87.112.012
Firma Değeri	1.170.176.930
2020 Yılı Net Borç/Nakit	-11.141.797
Özsermaye Değeri	1.181.318.727

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Sonuç olarak Ana Pazar ve yurt içi benzer şirket çarpan değerleri %25, yurt dışı benzer şirket çarpan değeri %50 ağırlıklandırılarak şirket için 1.091.412.494 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Çarpan Analizi Sonucu (TL)	Ağırlık	Sonuç
Yurt Dışı Benzer Şirket Özsermaye Değeri	50%	1.181.318.727
Yurt İçi Benzer Şirket Özsermaye Değeri	25%	1.036.670.244
Yurt İçi Yıldız Pazar Şirketleri Özsermaye Değeri	25%	966.342.281
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	100%	1.091.412.494

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler, Şirket yönetiminin beklentileri ve Gedik Yatırım'ın tahminleri doğrultusunda hazırlanmış olup 2021-2030 yılları için projekte edilmiştir.
- **Satışlar:** 2021-2030 arası satış gelirleri tahminleri ürün grupları bazında mevcut yurtiçi ve yurtdışı müşterilerdeki satış potansiyeli dikkate alınarak reel bazda yapılmıştır. Ana ürün grupları Solunum sistemleri, İnfüzyon pompa setleri, İnfüzyon setleri, Onkoloji sistemleri, Diagnostik, Ameliyat ipliği ve Hastane ürünleridir.
- Solunum sistemleri kategorisinde Covid-19 koşullarının söz konusu olmadığı 2018-2019 arası %29 büyüme gerçekleşirken, 2021-2030 döneminde %17 büyüme sağlanacağına öngörülmesi suretiyle 2020 yılında Covid-19'un solunum sistemleri ürün grubu satışlarında yarattığı etkinin normalize edilmesi hedeflenmiştir. Covid-19 salgını etkisiyle normalin üzerinde satışı olan solunum sistemleri ürün kategorisinde 2021 yılı için bir düzeltme yapılmış, Şirketin 2019'dan 2020'ye net satışları %54,8 artarken, 2020'den 2021'e %1,2 artış olacağı öngörülmüştür. Böylelikle, 2021 yılı normalize edilmiş baz yıl haline getirilmiştir.
- İnfüzyon setlerindeki büyüme ise ağırlıklı olarak uzun süreli ticari ilişkinin devam ettiği Q-Core (Eten Medical) firması adına Sapphire ve yeni üretilecek Avoset marka infüzyon cihazları için yapılan/yapılacak üretime dayanmaktadır. Sapphire ve Avoset infüzyon cihazları sadece Meditera'nın ürettiği infüzyon setleri ile kullanılabilir/kullanılabilecektir. Q-Core (Eitan Medical) firması ileri teknolojisi sayesinde pazarda hızlı büyüme trendindedir. Dolayısıyla, infüzyon cihaz satışları arttıkça hem mevcut cihazlar için hem de yeni kurulan cihazlar için infüzyon seti üretimi doğrudan artmaktadır. İnfüzyon setleri ürün kategorisinde artması beklenen satışların etkisiyle 2022 yılında net satışların büyümesinin %24,8 olacağı öngörülmüştür.
- Ameliyat ipliği üretiminde yeni ürün gruplarının üretimine başlanmıştır. Daha önce ipek, PP üretimi yapılırken yeni alınan ekipman ve belgelendirme ile sentetik absorbe (PGLA, PGA, PDX, PGC25) üretimine başlanmıştır. Yeni ürün grupları ve ihracata başlanacak olması sebebi ile ameliyat ipliği satışlarının artacağı öngörülmüştür.
- Sonuç itibarıyla, Şirketin 2020-2030 yıllık bileşik ciro büyümesi nominal olarak %14,4 olup, bu büyüme enflasyondan arındırılmış olarak reel %4,6 hesaplanmaktadır.
- **Satışların Maliyeti:** Şirketin geçmiş yıllardaki brüt kar marjları dikkate alınarak satışların maliyeti ana ürün grupları bazında 2021-2030 yılları için tahmin edilmiştir. 2018-2020 arası Şirketin brüt kar marjları %40 ile %46 arasında gerçekleşirken 2021-2030 projeksiyon döneminde %42 ile %44 arası olacağı öngörülmüştür.
- **Faaliyet Giderleri:** Genel yönetim giderleri ağırlıklı olarak sabit giderlerden oluşmaktadır. Mevcut giderler bu doğrultuda enflasyon tahminleri doğrultusunda artırılmıştır. Genel yönetim giderlerinin cirodaki payı 2018-2020 yıllarında %6,6 ile %8,6 arası iken 2021-2030 yılları arası ölçek ekonomisiyle %7,3'ten %4'e kadar gerileyeceği öngörülmüştür.
- Pazarlama giderleri kısmen sabit kısmen değişken giderlerden oluşmaktadır. Değişken giderlerin artışı ciroya endeksli, sabit giderlerin ise enflasyona endeksli olarak artacağı öngörülmüştür. Pazarlama giderlerinin cirodaki payı 2018-2020 yıllarında %12,8 ile %16,3 arası iken 2021-2030

yılları arası ölçek ekonomisiyle %13,4'ten %9,3'e gerileyeceği öngörülmüştür. Araştırma geliştirme giderleri ise enflasyon oranında artırılmıştır.

- Sonuç itibarıyla, 2020'de %20,0 olan faaliyet giderlerinin satışlara oranının projeksiyon döneminde 2020 yılından 2030 yılına %21,4'ten %13,6'ya düşeceği öngörülmüştür.
- **İşletme Sermayesi:** Ticari İşletme Sermayesi 10 yıllık projeksiyon dönemi için tahmin edilirken Şirketin özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarına göre son 3 yıllık ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma ve ortalama borç ödeme süreleri incelenmiş, Şirket yönetiminin beklentilerine göre muhafazakar bir bakış açısıyla nakit dönüşüm süresinin 118 günden 142 güne çıkacağı değerlendirilmiştir.
- **Yatırım Harcamaları:** Şirket, projeksiyon dönemi boyunca öngördüğü satış hasılatına ulaşmak için 2021-2030 yıllarında ekipman yenileme ve bakım onarım yatırımlarının yanı sıra yeni ekipman yatırımı da öngörmüştür.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlandırma Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
 - **Risksiz Getiri Oranı:** Türkiye'deki 10 yıllık tahvilin son bir yıllık performansı değerlendirilmiş ve Gedik Yatırım güncel koşulları da dikkate alınarak uzun vadede sürdürülebilir olarak makul görülen %15,00 oranı risksiz getiri oranı olarak kabul edilmiş olup rapor tarihinde 10 yıllık tahvil faizinin %18 seviyesinin üzerinde olduğu dikkate alındığında %15'lik risksiz getiri varsayımının düşük kaldığı kanaatindeyiz.
 - **Piyasa risk primi:** %5,5 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Beta:** Şirketin hisseleri henüz işlem görmeye başlamamış olduğundan ve bu sebeple istatistiki olarak hisseye özgü standart Beta hesabı yapılamayacağından, değerlendirme çalışmasında Beta 1 olarak kabul edilmiş olup tarafımızca makuldür.
 - **Özsermaye Maliyeti :** %20,50 olarak hesaplanmıştır.
 - **Borçlanma Maliyeti:** Şirketin 31.12.2020 denetim raporunda açıklanan TL uzun vadeli borçlar için %9,15 ile %16,72, yabancı para cinsi uzun vadeli borçlar için ise %2,35 ile %4,84 aralığındadır. Ancak, son dönemde artan borçlanma maliyeti değerlendirilerek vergi öncesi borçlanma maliyeti %18,00 olarak alınmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
 - **Borç Oranı:** 2018, 2019 ve 2020 yılsonları itibarıyla bilançoda yer alan finansal borç/özkaynak oranı %49,3 ile %17,0 arasında hareket etmiştir. Şirketin iş modelinde ilave yatırımların yoğun olmaması itibarıyla hedef özsermaye finansmanının %80 oranında yapılacağı öngörülmüş ve borç oranı %20 alınmıştır. Borç oranının %20 alınmasını makul karşılamakla birlikte Şirket'in finansal borçlarının, finansal borç ve özkaynak toplamına oranı olan ve tarafımızca %17,02 olarak hesaplanan oranın kullanılmasının daha doğru olacağı kanaatindeyiz. Böylelikle AOSM %19,28 olarak hesaplanmıştır.
- Gedik yatırımın tüm varsayımları aynı kalarak sadece risksiz getiri oranı %18 olarak alındığında AOSM %21,68 olarak hesaplanmaktadır. Bununla beraber Şirketin borç/özkaynak oranının düşük olduğu göz önünde bulundurulduğunda kaldıraçlı beta değerinin 1 seviyesinin altında hesaplanacağını düşünmekteyiz. Bu durum AOSM'yi düşürücü bir etki yapacak olup risksiz getiri varsayımının %15 yerine %18 olması durumunda hesaplanacak olan %21,68 AOSM 0,6 kaldıraçlı beta varsayımıyla %19,92 hesaplanmaktadır.

- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %5 olarak varsayılmıştır. Tarafımızca %5'lik uç değer büyüme varsayımı mevcut piyasa koşullarında muhafazakar kalmış olup %7 varsayıldığında İNA değerinde yukarı yönlü bir etkisi olabileceğini değerlendirmekteyiz.
- Sonuçta İNA'dan şirket için, firma değerine 11.141.797 TL net nakit eklenerek 798.600.806 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu (TL)	Ağırlık	Piyasa Değeri
İNA	50%	798.600.806
Çarpan Analizi	50%	1.091.412.494
Ağırlıklandırılmış Değer		945.006.650
Ödenmiş Sermaye		27.000.000
Pay Başı Değer (TL)		35,00
Halka Arz İskontosu		20%
Halka Arz Fiyatı (TL)		28,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA'ya ve çarpan analizinden hesaplanan piyasa değerlerine eşit ağırlık verilmiş ve %20 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 28 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %20'lik iskontonun makul olduğunu, değerinde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Meditera'nın fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Meditera özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Gedik Yatırım tarafından Meditera'nın halka arz fiyatının belirlenmesinde Yıldız Pazar, yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanlarının medyanı kullanılmıştır. FD/FAVÖK çarpanının medyan değerinin kullanılmasını makul bulmakla birlikte Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanının da kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.
- Meditera'nın halka arz sonrası Ana Pazar'da işlem görmesi planlanmasına rağmen BIST Ana Pazar'da işlem gören şirketlerin verileri, bu pazardaki şirketlerin görece düşük işlem hacimleri ve artan aykırı çarpan değerlerinin yüksek volatiliteye işaret etmesi nedeniyle çarpan analizinde dikkate alınmamıştır.
- Meditera'nın yurt içi benzer şirket çarpan analizinde, sağlık sektöründe faaliyet gösteren payları Borsa'da işlem gören sadece üç şirketin verilerinden yararlanılmış diğer şirketlerin (Eis Eczacıbaşı İlaç, Selçuk Eczacıbaşı, Medical Park ve Lokman Hekim) iş modelinin ve faaliyet konularının farklı

olması nedeniyle değerlendirme dışı tutulmuştur. Turk İlaç'ın FD/FAVÖK çarpanının 25x üzerinde olması nedeniyle değerlendirme çalışmasında sağlıklı bir sonuç vermeyeceği düşüncesiyle hesaplama dahil edilmemiş Deva Holding ve RTA Laboratuvarlar şirketlerinin FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı alınarak yurtiçi benzer şirket FD/FAVÖK çarpanı hesaplanmıştır.

- İNA metodunda Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2021-2030 yılları için projekte edilmiş olması makuldür.
- Risksiz getiri oranı olarak Türkiye'deki 10 yıllık tahvilin son bir yıllık performansı değerlendirilmiş ve Gedik Yatırım güncel koşulları da dikkate alınarak uzun vadede sürdürülebilir olarak makul görülen %15,00 oranı kabul edilmiş olup rapor tarihinde 10 yıllık tahvil faizinin %18 seviyesinin üzerinde olduğu dikkate alındığında %15'lik risksiz getiri varsayımının düşük kaldığı kanaatindeyiz. Bununla beraber şirketin düşük borç/öz kaynak yapısı nedeniyle kaldıraçlı betasının 1'den daha düşük olabileceğini değerlendirmekteyiz.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken Çarpan Analizi ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmıştır. Ancak Çarpan Analizi ile hesaplanan değer İNA'dan hesaplanan değer oldukça üzerinde olması ve İNA'nın şirketin geleceğe yönelik beklentilerini daha iyi yansıtmaması açısından İNA'dan elde edilen değere daha yüksek ağırlık verilmesinin muhafazakâr tarafta kalmak açısından daha uygun olacağı kanaatindeyiz.
- Uygulanan %20'lik iskontonun makul olduğunu, değerde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.
- Sonuç olarak Meditera'nın halka arz fiyatının tespit edilmesinde %20 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 28 TL pay başı talep toplama fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.