

Meditera Tıbbi Malzeme Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

22.04.2021

İçindekiler

1. Yönetici Özeti	4
2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler	5
2.1 Şirket'in Genel Bilgileri	5
2.2 Şirket'in Faaliyetleri	6
2.3 Meditera'nın Satışları Hakkında Genel Bilgi	6
2.3.1 Meditera'nın Yurtiçi Satışları Hakkında Genel Bilgi	7
2.3.2 Meditera'nın Yurtdışı Satışları Hakkında Genel Bilgi	8
2.3.3 Meditera'nın Net Satışlarının Ürün Bazında Gelişimi	8
2.4 Finansal Bilgiler	8
2.4.1 Gelir Tablosu	8
2.4.2 Bilanço	10
3. Sektör Hakkında Bilgi	14
3.1 Dünyada Tıbbi Malzeme Sektörü	14
3.2 Türkiye'de Tıbbi Malzeme Sektörü	15
3.2.1 Türkiye Sağlık Sektörü Altyapısı ve Kapasiteleri	16
3.2.2 Türkiye'de Tıbbi Malzeme Satış Şekilleri	18
3.3 Meditera'nın Faaliyet Gösterdiği Pazarlar	19
3.3.1 Solunum Sistemleri Pazarı	19
3.3.2 İnfüzyon Sistemleri Pazarı	20
3.3.3 Cerrahi Sütür Pazarı	21
3.3.4 İlaç Hazırlama Pazarı	21
3.3.5 Hastane Ürünleri Pazarı	22
3.4 Meditera'nın Faaliyet Gösterdiği Sektör ve Pazarlardaki Avantajları	23
3.5 Meditera'nın Faaliyet Gösterdiği Sektör ve Pazarlardaki Dezavantajları	25
4. Değerleme Çalışması	26
4.1. Değerleme Çalışmasına İlişkin Beyan	26
4.2. Değerlemeye İlişkin Veri Kaynakları, Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Şartlar	26
4.3. Değerleme Proje Ekibi	27
5. Değerleme Analizi	27
5.1 Değerlemede Kullanılan Yöntemler	27
5.2 Çarpan Analizi	27
5.2.1 Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri	28
5.2.2 Yurtiçi Benzer Şirketler Çarpan Değerleri	30
5.2.3 Yurtiçi BİST-Yıldız Pazar Çarpan Değerleri	30
5.2.4 Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları	31
5.3 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	31
5.3.1 Varsayımlar	31
5.3.2 Gelir Tablosu Projeksiyonu	32

5.3.3 İşletme Sermayesi İhtiyacı	34
5.3.4 Yatırım Harcamaları ve Amortisman	34
5.3.5 Net Finansal Borç veya Net Nakit	35
5.3.6 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)	35
5.3.7 İndirgenmiş Nakit Akımları	36
5.4 Sonuç	36

1. Yönetici Özeti

22.04.2021 tarihli ve 2021/01 sayılı bu rapor, 11.11.2020 tarihinde Meditera Tıbbi Malzeme Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Meditera", "İhraççı" veya "Şirket") ile Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Gedik Yatırım") arasında imzalanmış olan Halka Arz Aracılık Sözleşmesi gereği Şirket'in özsermaye değeri ve beher pay değerinin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği" gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak tespiti amacıyla ve Sermaye Piyasası Kurulu Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı çerçevesinde hazırlanmıştır.

Proje Ekibi: Konusunda uzman çalışma ekibi, Gedik Yatırım Kurumsal Finansman departmanı Genel Müdür Yardımcısı Sn. Arda Alataş tarafından yönetilmiştir. Ekip lideri, SPK mevzuatları uyarınca hazırlanan bu raporu hazırlayabilmek için gerekli kalite, ehliyet ve 15 yıllık tecrübeye sahiptir.

Arda Alataş, Gedik Yatırım Kurumsal Finansman'dan sorumlu Genel Müdür Yardımcısı, aracı kurumların ve bankaların kurumsal finansman ekiplerindeki 15 yıllık deneyiminde, yerli ve yabancı çok sayıda şirketin birleşme ve devralma projelerinde finansal danışmanlık vermiş ve birçok halka arz projesinde çalışmıştır. Özelleştirmeler konusunda da deneyimli olan Arda Alataş, EÜAŞ santrallerinin özelleştirilmesi projesinde toplamda 8,7 milyar ABD doları ve 6,2 milyar TL değerinde 25 ihalenin sağlıklı bir şekilde sonuçlanmasında Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'na finansal ve stratejik danışmanlık hizmeti vermiştir. Gedik Yatırım'daki görevi esnasında 4 halka arzın başarıyla tamamlanmasında görev almıştır. Arda Alataş, İstanbul Teknik Üniversitesi'nde Metalurji Mühendisliği Lisans ve Koç Üniversitesi'nde İşletme Yüksek Lisans mezunudur. (SPL Düzey 3 lisans, sicil no.23736)

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının, SPK'nın Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği (III-62.1) ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak 4.1 no.lu başlıkta yer alan etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Değerlendirmemizde kullanılan veriler, Şirket adına HSY Danışmanlık ve Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından 31.12.2018, 31.12.2019 ve 31.12.2020 için hazırlanan özel amaçlı bağımsız denetim raporu, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Şirket yönetiminin 2021-2030 yılları pro forma finansal tahminleri ve Gedik Yatırım'ın bulguları ve tahminlerine dayanmaktadır.

Gedik Yatırım, değerlendirme çalışmasındaki analizlerin kendi bilgisi dahilinde doğru ve güvenilir olduğunu beyan etmektedir.

Gedik Yatırım, değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Gedik Yatırım, değerlendirme çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, Gedik Yatırım elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını taahhüt edememektedir. Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotları) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Ayrıca, Şirket tarafından sağlanan veya Gedik Yatırım tarafından geçmiş yılların finansal performansına ilişkin Şirket yönetimi ile görüşülerek yapılan analizler neticesindeki tüm tahminler (projeksiyon verileri) Gedik Yatırım değerlendirme ekibinin sorgusundan geçmiştir. Bu sorgulama neticesinde en iyi gayret ile oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmekle birlikte bunların tam olarak doğruluğu veya kesinliğini tespit etmek mümkün değildir. Şirket'in rekabet ettiği spesifik pazar ve ürüne ilişkin bağımsız bir kuruluş tarafından gerçekleştirilmiş bir ticari inceleme raporu bulunmamaktadır. Dolayısıyla, verilen tahminleri bağımsız bir rapor ile kıyaslamak mümkün değildir. Gedik Yatırım olarak, Şirket'in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakar bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.

Şirket'in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

1. **Pazar Yaklaşımı:** Çarpan Analizi
2. **Gelir Yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımları ("INA") Analizi

Değerleme metodolojileri sektörün ve Şirket'in spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiştir. Uluslararası kabul görmüş olan bu iki yöntemin Şirket'in değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatindeyiz.



 Gedik Yatırım

 Menkul Değerler A.Ş.

Şirket'in değerlemesinde İNA ve Çarpan Analizleri eşit ağırlıklandırılmış olup, 945.006.650 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Buna göre, çıkarılmış sermayesi 27.000.000 TL olan Şirket'in halka arz pay başına değeri **35,00 TL** olarak hesaplanmıştır. %20 halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 756.005.320 TL, pay başına değer ise **28,00 TL** olarak hesaplanmıştır. Tamamı sermaye artırımı yoluyla halka arz edilecek nominal payların toplamı 7.000.000 TL'dir. Buna göre, halka arzın büyüklüğü 196.000.000 TL olup, halka açıklık oranı %20,59 olarak hesaplanmıştır. Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesi 34.000.000 TL, özsermaye değeri ise 952.000.000 TL'ye tekabül etmektedir.

DEĞERLEME SONUCU	Ağırlık	Sonuç
İNA analizine göre Özsermaye Değeri	50%	798.600.806
Pay Başına Değer		29,58
Çarpanlar analizine göre Özsermaye Değeri	50%	1.091.412.494
Pay Başına Değer		40,42
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	100%	945.006.650
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer		35,00

Halka Arza İlişkin Bilgiler (TL)	
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	945.006.650
Halka Arz İskontosu	20,0%
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri	756.005.320
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	27.000.000
Halka Arz Pay Başına Değer *	28,00
Sermaye Artırım Oranı	25,93%
Sermaye Artırımı (pay adedi)	7.000.000
Sermaye Artırımı (TL tutar)	196.000.000
Ortak Satışı (pay adedi)	0
Ortak Satışı (TL tutar)	0
Halka Arz Edilecek Pay Adedi	7.000.000
Halka Arz Büyüklüğü	196.000.000
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	952.000.000
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	34.000.000
Halka Açıklık Oranı	20,59%

* Halka Arz Pay Başına Değer virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlanmıştır.

2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler

2.1 Şirket'in Genel Bilgileri

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 gerçekleştirilmekte olup, 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.

Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Ortağın Adı	Halka arz öncesi		Halka arz sonrası	
	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı
Aflla Sevinçli	19.170.000	71,00%	19.170.000	56,38%
Mert Sevinçli	7.830.000	29,00%	7.830.000	23,03%
Halka arz edilecek paylar			7.000.000	20,59%
Toplam	27.000.000	100,00%	34.000.000	100,00%

Kaynak: Şirket'in 31.12.2020 tarihli Denetim Raporu

Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

2.2 Şirket'in Faaliyetleri

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.

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.

Şirket'in 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.

İnfüzyon pompa seti satışı yapılan hastanelere Şirket'in satın alıp sahibi olduğu ICU Medical ve QCore'dan alınan infüzyon pompaları ücretsiz olarak tahsis edilmektedir (Yerleştirme Usulü). İnfüzyon pompaları infüzyon setleri olmadan çalışmadığından, infüzyon pompaları hastanelerde kaldığı süre boyunca çalışmalar için gereken pompa setleri Şirket tarafından bedelli mukabilinde hastanelere satılmaktadır.

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. İnfüzyon 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. QCore tarafından üretilen infüzyon pompalarında kullanılan ve Şirket tarafından üretilen infüzyon setleri global ölçekte sadece Şirket tarafından üretilmektedir.

Ayrıca İzmir Tire'de S&Mohr İplik Fabrikaları A.Ş. bünyesinde üretilen Atramatt® markalı cerrahi sütürler ve anılan şirket ile yapılan 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.

Diğer taraftan Meditera, İzmir/Tire'deki üretim tesislerinde cerrahi bıçak 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 patentleri ürünleri ile ürün üretmenin 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.

Meditera üretim tesisi gerek çok uluslu firmaların gerek yerli ve yabancı resmi kuruluşların, gerekse belgelendirme kuruluşlarının denetiminden ürün güvenliği ve yönetim sistemi açısından defalarca başarı ile geçmiş, dünya standardında bir tıbbi malzeme üretim tesisidir. Üretimi yapılan bütün tıbbi malzemeler CE işaretiyle sahiptir. Diğer ürünler ise ilgili mevzuatlarda belirtilen tüm izin, ruhsat ve belgelendirmelere sahiptir. Üretim sürecinin tamamı ISO 13485 Tıbbi Malzeme Kalite Yönetim Sistemine göre gerçekleştirilmektedir. Bu nedenle Meditera tarafından üretilen ürünler ister müşteriler için sözleşmeli üretilsin isterse Şirket'in kendi markalarıyla üretilsin, aynı kalite standartlarına sahiptir.

Kaynak: Şirket

2.3 Meditera'nın Satışları Hakkında Genel Bilgi

Meditera'nın satışlarına ilişkin genel bilgi aşağıda yer almakta olup, 2020 yılı sonu itibarıyla satışların yaklaşık %56'sı yurtdışına, geri kalanı ise yurtiçinedir. Yurtiçi satışlarda devlet ve üniversite hastanelerine yapılan satışlar ağırlıklı rol oynamaktadır.



 Gedik Yatırım

 Menkul Değerler A.Ş.

Net satışlar (TL)	2018	2019	2020
Yurtiçi Satışlar	134.250.883	144.855.871	158.629.717
Devlet hastanelerine satışlar	52.711.450	63.003.876	68.538.818
Üniversite hastanelerine satışlar	35.752.830	34.643.508	40.637.525
Bayilere yapılan satışlar	33.317.372	33.887.006	34.976.196
Özel hastanelere satışlar	9.220.820	8.708.920	10.837.694
Özel üniversitelere satışlar	3.030.015	3.081.934	2.169.852
Ecza depolarına satışlar	77.060	--	--
Yurtiçi diğer kişi ve kuruluşlara yapılan satışlar	141.338	1.632.627	1.469.632
Yurtdışı Satışlar	67.992.096	89.781.576	202.766.767
İade, indirim ve iskontolar (-)	(2.814.893)	(2.550.958)	(2.077.543)
Toplam	199.428.285	232.086.489	359.320.939

2.3.1 Meditera'nın Yurtiçi Satışları Hakkında Genel Bilgi

Şirket 2020 yılında grup şirketlerinden Meditera İthalat ve İhracat A.Ş.'yi ("Meditera İthalat") devralmak suretiyle anılan şirketle birleşmiştir. 2020 yılında yapılan söz konusu birleşme öncesinde Meditera İthalat, Şirket'in ürettiği tıbbi malzemelerin Türkiye'deki ticaretini gerçekleştirmekte ve yurtdışından temin edilen başta infüzyon pompaları ve setleri olmak üzere tıbbi cihazların satışlarını gerçekleştirmekteydi. Şirket ise birleşme öncesinde temel olarak sadece tıbbi malzeme üretimi faaliyetiyle iştigal etmekteydi. Söz konusu birleşme işlemi sonrasında Türkiye'deki satış faaliyetleri de Meditera bünyesinde yapılmaya başlanmış olup, Meditera 31.12.2020 itibarı ile Türkiye'de direkt ve bayileri aracılığı ile toplam 700'den fazla hastaneye tıbbi malzeme ve hizmet satışı, satış sonrası teknik servis hizmetleri sağlamaktadır.

Şirket yurtiçi satışlarını 4 kanaldan yapmakta olup, söz konusu satış kanalları ile Şirket'in bu kanallardaki rekabet durumuna ilişkin bilgi aşağıda yer almaktadır.

- a. **İhale:** Şirket'in faaliyet gösterdiği tıbbi sarf malzemeler kamu hastanelerinde ihale yolu ile temin edilmektedir. İhaleler 4734 sayılı Kamu İhale Kanuna tabi olarak, açık ihale, pazarlık usulü, davet usulü ya da doğrudan gibi yöntemlerle gerçekleştirilir. Şirket ihale departmanı vasıtası ile ihalelere iştirak ederek, kazanması halinde ürün satışı gerçekleştirir. İhaleler mal ya da hizmet alımı olarak gerçekleştirilir. Bu ihalelerin hepsi resmi kayıtlarıyla birlikte EKAP'ta (Elektronik Kamu Alımları Platformu) ilgililer tarafından görülebilmektedir. Dolayısıyla sadece belli istekliler arasında yapılan davet usulü ihaleler hariç herkes söz konusu ihalelere katılabilir ve bu ihalelerden bilgi sahibi olabilir. Bu durum da beraberinde sektörde yer alan tüm firmaların kamu ihalelerinde yüksek bir rekabete girmelerini getirmektedir.

Şirket onkoloji ilaç hazırlama sistemlerini Kamu İhale Kanunu'nda tanımlandığı şekli ile ilgili taraflara "mal ve hizmet alımı" olarak temin ederken, diğer solunum sistemleri, sütür ve infüzyon sistemlerini "mal alımı" usulü ile yapmaktadır.

- b. **Özel Hastane Satışları:** Şirket özel hastanelerin talepleri doğrultusunda ürünlerini anlaşma yaptığı hastanelere doğrudan satmaktadır. Bu satış kanalında firmaların satış ve pazarlama ekiplerinin direkt olarak veya bayileri aracılığı ile yürüttükleri faaliyetler önem arz etmekle beraber kamu alanındaki yoğun rekabet bu alanda da görülmektedir. Zira özel hastane satışlarının herhangi bir ihale masrafı (teminat ödenmemesi, sözleşme masrafı olmaması ve gecikme cezaları v.b.) içermemesi ve özel hastanelerin ödeme vadelerinin kamu kurumlarına nispeten daha az olması firmaların özel hastane satışlarında da kıyasıya rekabete girmesi ile sonuçlanmaktadır.
- c. **Bayi Satışları:** Şirket satış, pazarlama ve tedarik hizmetlerini ülkenin bazı bölgelerinde yetkili bayileri aracılığı ile yürütmektedir. Bu durumda yetkili bayiler ya diğer rakip üreticilerin kendisiyle ya da diğer rakip üreticilerin yetkilendirdiği bayiler ile rekabet etmektedir.
- d. **Devlet Malzeme Ofisi (Sağlık Market):** Şirket DMO'da yayınlanmış şartnamelere uyan ürünleri için DMO ile çerçeve anlaşma yapar, düzenlenen ihalelere katılır ve DMO üzerinden ürünlerinin satışını gerçekleştirir. Söz konusu satış sisteminin 2021 yılında yaygınlaşması öngörülmektedir.

DMO ihalelerinin Sağlık Market uygulaması adı altında tüm ülkenin ihtiyaçlarını karşılayacak bir düzende yapılması planlanmaktadır. Bu ihaleler ürünler bazında değişiklik göstermekle birlikte genelde 2 ayda bir yapılması söz konusudur. Dolayısıyla bu durum söz konusu Sağlık Market ihalelerini kazanan bir firmanın tüm ülkenin 2 aylık ihtiyacı olan tıbbi sarf malzemelerin satışını tek başına yapacağı anlamına gelmektedir. Diğer bir deyişle, bu ihaleyi kazanamayan firmalar diğer ihale yapılana kadar yani 2 ay boyunca kamu

sektörüne satış yapamayacaklardır. Kamu sektörü tıbbi malzemede toplam pazanın yarısından fazlasını oluşturduğu için Sağlık Market ihalesini kaybetmek firmalar için büyük risk taşımaktadır. Bu riskten kaçınmak isteyen firmalar, Sağlık Market ihalelerinde minimum kar marjı uygulama düşüncesiyle hareket etmektedir ve bu durum da rekabeti artırmaktadır.

2.3.2 Meditera'nın Yurtdışı Satışları Hakkında Genel Bilgi

Meditera tarafından üretilen US FDA 510k iznine sahip filtre ve gaz örnekleme hatları dahil tüm solunum ve infüzyon sistemleri ürünleri 80'in üzerinde ülkeye ve 100'den fazla müşteriye ulaştırılmaktadır. Bunun yanı sıra sözleşmeli olarak dünyaca bilinirliği olan anestezi ve ventilatör cihazı üreticileri için solunum sistemleri üretim ve satış faaliyetleri de gerçekleştirmektedir. Meditera ayrıca uluslararası tanınırlığa sahip bir infüzyon pompa üreticisi için sözleşmeli olarak infüzyon pompa satışı üretimi gerçekleştirmektedir.

Meditera'nın ihracat stratejisi, distribütörleri ve sözleşmeli üretim yaptığı cihaz firmaları ile uzun süreli ve güvenilir ilişkileri üzerine kuruludur. Şirket'in ihracat modeli karlı ve sürdürülebilir büyüme, stratejik pazarlara odaklılık ve AR-GE Merkezi'nin geliştirdiği ve uluslararası patentlere sahip ürünlerin yaygın satış ve pazarlaması temeline dayanmaktadır.

Diğer taraftan, Şirket ile sermayesinin tamamına sahip olduğu Altera Dış Ticaret A.Ş. ("Altera") arasında yapılan 02.01.2021 tarihli ve 3 yıl süreli sözleşme uyarınca Meditera, Altera'nın yurtdışındaki müşteriler ile yapacağı anlaşmalar çerçevesinde vereceği siparişlere konu ürünleri Altera'ya ihraç kayıtlı olarak satmaktadır. Bunun dışında Meditera yurt dışındaki müşterilerin talepleri doğrultusunda doğrudan kendisi de yurtdışına tıbbi malzeme ihraç etmektedir.

2.3.3 Meditera'nın Net Satışlarının Ürün Bazında Gelişimi

Şirket'in satış gelirlerinin 2018, 2019 ve 2020 yıllarına göre ürünler bazında dağılımını gösteren tablo aşağıdadır.

Net Satışlar (TL)	2018	%	2019	%	2020	%
Ürünler	185.603.514	93,07	216.193.910	93,15	342.067.016	95,20
Solunum Sistemleri	72.408.381	36,31	93.072.361	40,10	191.153.873	53,20
İnfüzyon Pompa Setleri	43.812.322	21,97	47.326.929	20,39	58.104.500	16,17
İnfüzyon Setleri	10.163.309	5,10	16.097.264	6,94	40.512.314	11,27
Diagnostik	27.196.052	13,84	34.233.609	14,75	24.177.891	6,73
Onkoloji (İlaç Hazırlama ve Uygulama)	23.656.512	11,86	16.447.108	7,09	20.842.388	5,80
Ameliyat İpliği	3.902.213	1,96	4.165.402	1,79	5.434.180	1,51
Hastane Ürünleri	4.464.723	2,24	4.841.238	2,09	1.841.870	0,51
Hizmetler	13.824.770	6,93	15.902.579	6,85	17.253.923	4,80
Toplam	199.428.284	100%	232.036.489	100%	356.320.939	100%

Kaynak: Şirket

2.4 Finansal Bilgiler

2.4.1 Gelir Tablosu

Şirket'in 2018, 2019 ve 2020 yıllarına ait özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu aşağıdadır.

 Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

Gelir Tablosu	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Hasılat	199.428.285	232.086.489	359.320.939
Satışların Maliyeti	(112.169.351)	(139.783.728)	(195.245.803)
Brüt Kar/(Zarar)	87.258.934	92.302.761	164.075.136
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)
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
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	934.689	248.131	1.311.039
Yatırım faaliyetlerinden giderler (-)	-	-	(1.910.975)
TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Değer Düşüküğü	588.697	(474.743)	351.975
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından (Zararlarından) Paylar	88.052	(19.066)	(1.128.871)
Finansman Geliri Öncesi Faaliyet Karı / (Zararı)	26.915.194	36.542.220	94.241.919
Finansman Gelirleri	12.568.212	3.687.637	5.580.245
Finansman Giderleri (-)	(26.954.395)	(8.112.807)	(34.723.915)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı / (Zararı)	13.529.011	32.117.050	65.078.249
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir / (Gideri)	(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
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı / (Zararı)	12.604.112	27.170.117	60.425.795
Durdurulan Faaliyetler Dönem Karı / (Zararı)			
Dönem Karı / (Zararı)	12.604.112	27.170.117	60.425.795

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Satış Hasılatı

Şirket'in toplam net satışları 31 Aralık 2018 sona eren mali yılda 199.428.284 TL iken 31 Aralık 2019 sona eren mali yılda 232.086.489 TL'ye ve 31 Aralık 2020 sona eren mali yılda ise artan iş hacminin de etkisiyle 359.320.939 TL'ye yükselmiştir. Söz konusu artışta özellikle Covid-19 pandemisinin de etkisiyle solunum sistemleri ürün grubundaki artışlar etkili olmuştur.

31 Aralık 2018 sona eren mali yıl itibarı ile toplam net satışların %36,31'lik kısmını solunum sistemleri ürün grubundaki satışlardan oluşmakta iken, 31.12.2020 tarihinde sona eren mali dönemde solunum sistemleri ürün grubundaki satışların net satışlar içindeki payı %53,20'ye çıkmıştır. Buna karşılık, Şirket'in satışlarının ikinci büyük kısmını oluşturan infüzyon ürün grubundaki (İnfüzyon Pompa Setleri ve İnfüzyon Setleri) satışların net satışlar içindeki payı 2018-2020 döneminde istikrarlı bir seyir izleyerek satışların yaklaşık %27'sini oluşturmuştur. Öte yandan Şirket'in diagnostik ve onkoloji ürün gruplarındaki satışları yıllar içinde düşüş eğilimi göstererek 2020 yılında satışların yaklaşık %12,53'ünü oluşturmuştur.

Diğer taraftan, Şirket'in hizmet satışı da bulunmaktadır. Esas olarak bu hizmet satışları Onkoloji Grubuna (İlaç Hazırlama ve Uygulama) ilişkin yapılan hizmet satışlarından kaynaklanmaktadır.

Satışların Maliyeti

31 Aralık 2018'de sona eren dönemde 112.169.351 TL olan satışların maliyeti, 31 Aralık 2019'da sona eren dönemde 139.783.728 TL (Bir önceki yıla göre %24,62 oranında artarak) ve 31 Aralık 2020'de sona eren dönemde 195.245.803 TL (Bir önceki yıla göre %39,68 oranında artarak) 195.845.203 TL'ye ulaşmıştır. Aynı dönemlerde, satışların toplam maliyetinin hasılatlara oranı %60,23'den %54,34'ye düşmüştür.

Faaliyet Giderleri

31 Aralık 2018'de sona eren dönemde 14.480.342 TL olan genel yönetim giderleri, 5.568.065 TL (%38 oranında) artarak 31 Aralık 2019'da sona eren dönemde 20.048.408 TL'ye ulaşmış ve daha sonra 3.487.517 TL (%17 oranında) artarak 31 Aralık 2020'de sona eren dönemde 23.535.925 TL'ye ulaşmıştır. Söz konusu dönemlerde genel yönetim giderlerindeki artış temel olarak, personel giderleri ve bunlara ilişkin olarak ayrılan karşılıklardaki artıştan kaynaklanmaktadır.

Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

31 Aralık 2018'de sona eren dönemde 32.177.909 TL olan pazarlama gideri satışlardaki artışın da etkisiyle 5.536.450 TL (17%) artarak 31 Aralık 2019'da sona eren dönemde 37.714.359 TL'ye ve daha sonra 8.199.290 TL (22%) artarak 31 Aralık 2020'de sona eren dönemde 45.913.648 TL'ye ulaşmıştır. 31 Aralık 2020'de sona eren dönemde pazarlama giderlerindeki artış temel olarak, enflasyon ve yurtdışı satışlardaki artış ve kur artışları doğrultusunda nakliye, haberleşme ve depolama giderlerindeki artıştan kaynaklanmıştır.

Toplam faaliyet giderlerinin satış hasılatına oranı 2018,2019, 2020 yıllarında sırasıyla %24,3, %25,7 ve %19,6 olarak gerçekleşmiştir.

Karlılık Oran Analizleri

Karlılık oranlarını içeren tablo aşağıda paylaşılmıştır. Şirket'in karlılık oranlarının 2020 yılında artış göstermesinin temel sebebi yurtdışı satışlarda yaşanan %126'lık artıştır.

Karlılık Oranları	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Brüt Kar Marjı	%43,8	%39,8	%45,7
Faaliyet Kar Marjı	%19,4	%14,0	%26,1
FAVÖK Marjı	%25,6	%19,3	%29,4
Net Kar Marjı	%6,3	%11,7	%16,8

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

2.4.2 Bilanço

2018, 2019 ve 2020 yıllarına ait özel bağımsız denetimden geçmiş bilanço aşağıdadır.

VARLIKLAR (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Nakit ve Nakit Benzerleri	14.063.189	5.994.068	55.693.932
Ticari Alacaklar	82.057.370	105.462.784	106.871.360
- ilişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	79.833.024	104.056.226	106.487.091
- ilişkili taraflardan ticari alacaklar	2.224.346	1.406.558	394.269
Diğer Alacaklar	1.637.910	3.723.440	6.108.915
- ilişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	1.418.963	3.482.411	4.850.019
- ilişkili taraflardan diğer alacaklar	218.947	241.029	1.258.896
Stoklar	42.058.158	37.679.543	49.526.399
Peşin Ödenmiş Giderler	2.728.343	1.891.172	4.749.029
- ilişkili olmayan taraflara peşin ödenmiş giderler	2.728.343	1.891.172	4.749.029
Carl Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	933.522	0	3.120.214
Diğer Dönen Varlıklar	9.803.405	11.254.414	15.061.731
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR	153.281.897	166.005.421	241.131.580
Finansal yatırımlar	12.000	12.000	0
Diğer alacaklar	20.791	20.791	29.671
- ilişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	20.791	20.791	29.671
Özkaynak yönetimiyle değerlendirilen yatırımlar	227.322	1.388.226	500.384
Kullanım Hakkı Varlığı	0	2.049.758	2.791.663
Maddi Duran Varlıklar	47.118.342	46.020.442	86.696.043
Maddi olmayan duran varlıklar	586.201	392.927	642.148
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	145.919	2.350.975	5.340.000
Ertelenmiş Vergi Varlığı	2.074.140	1.965.190	4.554.607
Peşin ödenmiş giderler	3.750	7.350	0
- ilişkili olmayan taraflara peşin ödenmiş giderler	3.750	7.350	0
TOPLAM DURAN VARLIKLAR	50.188.465	54.207.659	100.554.516
TOPLAM VARLIKLAR	203.470.362	220.213.080	341.686.096



 Menkul Değerler A.Ş.

KAYNAKLAR (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Kısa vadeli borçlanmalar	3.154.897	7.364.918	4.485.002
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	19.614.599	17.700.113	14.270.574
Ticari Borçlar	32.048.860	33.559.711	53.796.534
- İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	30.028.828	29.445.752	50.098.071
- İlişkili taraflara ticari borçlar	2.020.032	4.113.959	3.698.463
Diğer Borçlar	2.767.535	7.510.704	6.911.133
- İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar	330.218	562.426	692.854
- İlişkili taraflara diğer borçlar	2.437.317	6.948.278	6.218.279
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	517.376	2.281.119	3.445.668
Ertelenmiş Gelirler	960.721	1.693.948	2.738.640
- İlişkili olmayan taraflardan ertelenmiş gelirler	960.721	1.693.948	2.738.640
Kısa Vadeli Karşılıklar	1.584.065	1.917.795	1.976.042
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	909.767	1.242.561	1.720.123
- Diğer kısa vadeli karşılıklar	674.298	675.234	255.919
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	1.005.282	0
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	60.648.053	73.033.590	87.623.593
Uzun vadeli borçlanmalar	30.487.744	15.803.901	25.796.559
Ertelenmiş vergi yükümlülükleri	1.375.280	849.336	4.793.339
Uzun Vadeli Karşılıklar	2.844.571	4.037.641	6.318.787
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar	2.844.571	4.037.641	6.318.787
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	34.707.595	20.690.878	36.908.685
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	95.355.648	93.724.468	124.532.278
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	54.698.643	67.139.129	217.153.818
Ödenmiş Sermaye	27.000.000	27.000.000	27.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları			
Paylara İlişkin Primler			
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	6.221	(286.538)	29.952.873
- Yeniden değerlendirme ve ölçüm kazançları (kayıpları)	6.221	(286.538)	29.952.873
- Maddi Duran Varlık Yeniden Değerleme Artışları (Azalışları)	0	0	29.829.271
- Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	6.221	(286.538)	123.602
Kardan ayrılan katılmış yedekler	3.199.238	3.737.460	9.239.538
- Yasal yedekler			
Diğer Yedekler	0	0	0
Geçmiş Yıllar Kar / Zararları	12.004.700	23.954.962	90.535.612
Net Dönem Karı / Zararı	12.488.484	12.733.245	60.425.795
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	53.416.071	59.349.483	0
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	108.114.714	126.488.612	217.153.818
TOPLAM KAYNAKLAR	203.470.362	220.213.080	341.686.096

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Bilanço Oran Analizleri

Likidite Oranları: Şirket'in likiditesi açısından dönen varlıkların ne oranda güvenli olduğunu gösteren oranlardır. İşletmenin likidite durumunu, vadesi gelen borçları ödeme gücünü, beklenmedik piyasa şartlarında ve ekonomik durumlarda işletmenin faaliyetlerini sürdürebilme yetisinin de göstergeleridir.

Mali Yapı Oranları: Şirket'in kaynak yapısını gösteren ve Şirket'in varlıklarının hangi kaynaklarla ne oranlarda karşılandığını gösteren oranlardır. Bu oranlar ile bir ölçüde Şirket'in uzun vadeli borçlarını ödeme gücü gibi mali yapı durumu analiz edilebilir.

 Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

Şirket'in likidite oranları ve mali yapı oranları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir;

Likidite Oranları	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Carl Oran	2,53	2,27	2,75
Likidite Oranı	1,83	1,76	2,19
Nakit Oran	0,23	0,08	0,64
Mali Yapı Oranları	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Kaldıraç Oranı	%46,9	%42,6	%36,4
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Aktif Toplam	%29,8	%33,2	%25,6
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Aktif Toplam	%17,1	%9,4	%10,8
Özkaynaklar/Aktif Toplam	%53,1	%57,4	%63,6
Toplam Yükümlülükler/Özkaynaklar	%88,2	%74,1	%57,3

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Net Finansal Borç veya Net Nakit Pozisyonu

Şirket'in 31.12.2020 tarihi itibarıyla kısa vadeli finansal borcu 18.755.576 TL ve uzun vadeli finansal borcu 25.796.559 TL olmak üzere toplam finansal borcu 44.552.135 TL'dir. Şirket'in nakit ve nakit benzerleri 55.693.932 TL olup kısa vadeli finansal yatırımları bulunmamaktadır. Buna göre, Şirket'in net nakdi 11.141.797 TL'dir. Şirket'in Nakit ve Nakit Benzerleri hesabında 31.12.2020 tarihinde meydana gelen artış; Şirket'in 2020 yılı içinde birleştiği Meditera İthalat'ın devlet ve üniversite hastanelerinden olan alacaklarının önemli bir kısmının kısa vadede tahsil edilebilmesi amacıyla bu alacakların bir kısmından feragat etmesi sonucunda, kalan alacaklarının önemli bir kısmının 2020 yılında tahsil edilmesi kaynaklıdır.

Borçluluk (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Nakit ve Nakit Benzerleri	14.063.189	5.994.088	55.693.932
Kısa Vadeli Finansal Yatırımlar	0	0	0
Toplam Finansal Borçlar	53.257.240	40.868.932	44.552.135
Net Borç veya (Net Nakit)	39.194.051	34.874.864	(11.141.797)
Düzeltilmiş Net Borç / FAVÖK	0,8x	0,8x	(0,1)x

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Net İşletme Sermayesi

Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş 2018, 2019 ve 2020 yılları mali tablolarına göre hesaplanan net işletme sermayesi aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

İşletme Sermayesi Tablosu - TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Dönen Varlıklar	153.281.897	166.006.421	241.131.580
Kısa Vadeli Yükümlülükler	60.648.063	73.033.590	87.623.583
Net İşletme Sermayesi	92.633.844	92.971.831	153.507.997

Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş 2018, 2019 ve 2020 yılları mali tablolarına göre hesaplanan ticari işletme sermayesi ise aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Ticari İşletme Sermayesi Tablosu - TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Ticari Alacaklar	82.057.370	105.462.784	106.871.360
Stoklar	42.058.158	37.679.543	49.526.389
Ticari Borçlar	32.048.860	33.558.711	53.798.534
Net Ticari İşletme Sermayesi	92.066.668	109.582.616	102.601.225

Ticari alacaklar, 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 82.057.370 TL, 105.462.784 TL ve 106.871.360 TL tutarındadır. Ortalama ticari alacak gün sayısı, 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 150, 166 ve 109 olarak gerçekleşmiştir. 2019 ve 2020 yıllarında istikrarlı bir seyir izleyen ticari alacaklar esas itibarıyla, ilişkili olmayan taraflardan kısa vadeli ticari alacaklardan ve vadeli çek ve senetlerden oluşmaktadır. Ticari alacaklarda 2019 yılında 2018 yılına göre her ne kadar bir artış

gözükse de söz konusu artışın başta yurtdışı kaynaklı olmak üzere hasılatla gerçekleşen artış ve tahsilat devir gün sayısındaki iyileşme dikkate alındığında Şirket faaliyetleri açısından olumsuz bir etkiye sebebiyet vermediği görülmektedir. 2020 yılında ise 2019 yılına göre yine özellikle yurtdışı satışlarda Covid-19 pandemisinin de etkisiyle görülen gözle görülür büyümeye karşın ticari alacakların tahsilat gün sayısındaki iyileşme ile feragat kaynaklı tahsilatlar nedeniyle hemen hemen aynı seviyede kaldığı görülmektedir. Öte yandan, ticari alacaklar içinde yer alan ilişkili taraflardan ticari alacaklar, 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 tarihli finansal tablolarında sırasıyla 2.224.346 TL, 1.406.558 TL ve 384.269 TL olup, düşüş eğilimi göstermektedir. 2020 yılı sonu itibarıyla bu alacakların tamamı S&Mohr İplik Fabrikaları A.Ş.'den olup, bu tutar anılan şirket tarafından üretilen ameliyat ipliklerinin Meditera bünyesindeki sterilizasyon makinesinde steril edilmesinden ve Şirket'e ait olan binanın S&Mohr İplik Fabrikaları A.Ş.'ye kiralanmasından elde edilen kiralardan oluşmaktadır.

Ticari borçlar, 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 tarihli finansal tablolarında sırasıyla 32.048.860 TL, 33.559.711 TL ve 53.796.534 TL tutarındadır. İlgili tutarlar temel olarak ilişkili olmayan taraflara ticari borçlar, verilen çekler ve ilişkili taraflardan ticari borçlardan oluşmaktadır. 2019 yılında ticari borçların 2018 yılına göre hemen hemen aynı seviyede kaldığı görülmektedir. 2020 yılındaki artış ise ciro artışı ile birlikte hammadde talep daralmasından etkilenmemek ve mevcut siparişleri karşılamak adına stok alımlarının artmasının sonucudur. Öte yandan, ticari borçlar içinde yer alan ilişkili taraflara olan ve ticari mal alımı (ameliyat ipliği ve tıbbi malzeme alımları) nedeniyle oluşan ticari borçlar 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 tarihli finansal tablolarında sırasıyla 2.020.032 TL, 4.113.959 TL ve 3.698.463 TL olup, 2020 yılı sonu itibarıyla bu borçların 3.082.028 TL'lik kısmı Disera Tıbbi'ye kalanı ise S&Mohr İplik Fabrikaları A.Ş.'yedir.

Stoklar, 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 tarihli tablolarında sırasıyla 42.058.158 TL, 37.679.543 TL ve 49.526.399 TL tutarındadır. Stok gün sayısı, 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31.12.2020 tarihli finansal tablolarında sırasıyla 137, 98 ve 93 olarak gerçekleşmiştir. Stoklarda 2019 yılında 2018 yılına kıyasla meydana gelen azalış, stok yönetim politikası gereği az stok tutma amaçlıdır. 2020 yılında meydana gelen artış ise mevcut siparişler ve önümüzdeki dönemlerde ürün talebinde artış olabileceği beklentisi dolayısıyla hammadde stoku yapılmasından ve döviz kurlarındaki artıştan kaynaklanmaktadır.

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Maddi Duran Varlıklar

İhraççının mevcut önemli maddi duran varlıklarına ilişkin bilgiler aşağıda gösterilmektedir.

Cinsi	Edinildiği Yıl	m ²	Mevkii	Net Defter Değeri (TL)	Kullanım Amacı	Kiraya Verildiği İse Kiralayan Kişi/Kurum	Kira Dönemi	Yıllık Kira Tutarı (TL)
Prefabrik Fabrika Binası	15.08.2013	5.087 m ²	İzmir İl Tire İlçesi Turan Mahallesi Eğri Azman Mevkii 32-K-2-D Pafta 1293 Ada 4 Parsel	6.687.781	Üretim Tesisi	-	-	-
Fabrika Arsası	24.06.2010	10.000 m ²	İzmir İl Tire İlçesi Turan Mahallesi Eğri Azman Mevkii 32-K-2-D Pafta 1293 Ada 4 Parsel	641.208	Üretim Tesisi	-	-	-
Betonarme/Prefabrik Fabrika Binası	11.04.2005 03.11.2014	4.756,30 m ²	İzmir İl Tire İlçesi Turan Mahallesi Eğri Azman Mevkii 32-K-2-D Pafta 1293 Ada 23 Parsel	3.458.081	Üretim Tesisi	S&Mohr İplik Fabrikaları A.Ş.	24.07.2018 24.07.2023	35.000+KDV
Fabrika Arsası	19.08.2002	20.855 m ²	İzmir İl Tire İlçesi Turan Mahallesi Eğri Azman Mevkii 32-K-2-D Pafta 1293 Ada 23 Parsel	417.842	Üretim Tesisi	-	-	-
Arsa	27.06.2000 02.07.2002 08.04.2005	Arsa 10.000 m ² Fabrika 4.997,08 m ²	İzmir İl Tire İlçesi Turan Mahallesi Eğri Azman Mevkii 32-K-2-D Pafta 1293 Ada 3 Parsel	138.033 1.954.693	Üretim Tesisi	-	-	-
2 Katlı Prefabrik Bina	15.11.2018	5.884 m ²	İzmir İl Menderes İlçesi Tekeli Mahallesi Körkuyu Mevkii 246 Ada 4 Parsel	6.336.769	Üretim Tesisi	-	-	-
Fabrika Arsası	24.08.2005	10.000 m ²	İzmir İl Menderes İlçesi Tekeli Mahallesi Körkuyu Mevkii 246 Ada 4 Parsel	533.019	Üretim Tesisi	-	-	-

GedikYatırım
Ali Kemal D. Şerifler A.Ş.

4 nolu Bağımsız Bölüm	02.10.1998	5.873 m2	Izmir ili Karabağlar İlçesi Bozyaka Mahallesi Mevki 10754, Ada 2. Parsel	403.864	İşyeri	-	-	-
5 nolu Bağımsız Bölüm	29.03.2016	5.873 m2	Izmir ili Karabağlar İlçesi Bozyaka mahallesi Mevki 10754 ada 2. Parsel	1.982.880	İşyeri	-	-	-
6 nolu Bağımsız Bölüm	05.07.2007	5.873 m2	Izmir ili Karabağlar İlçesi Bozyaka mahallesi Mevki 10754 ada 2. Parsel	272.197	İşyeri	-	-	-
İtalya Arsası ve Arsa Üzerindeki Bina	30.06.2011	Arsa:700 m2 Bina:592 m2	Fabrivato Sito In Via Roma 105 37060 Roncanova Di Gazzo Verona	208.190	Boş	-	-	-

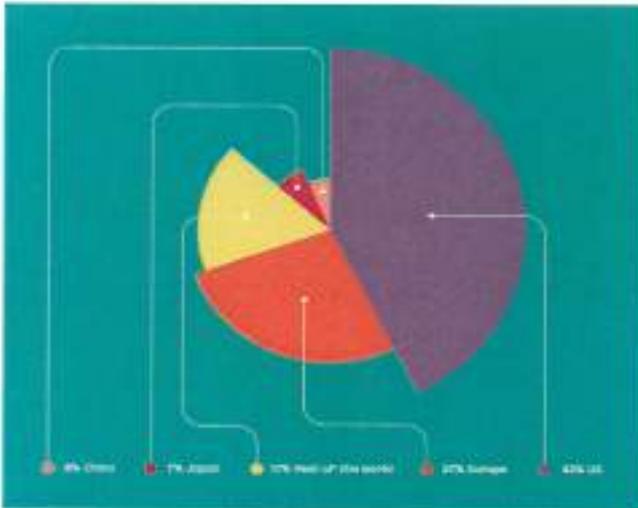
Yatırım Amaçlı Maddi Duran Varlıklara İlişkin Bilgiler

Cinsi	Edinildiği Yıl	m ²	Mevki	Net Defter Değeri (TL)	Kullanım Amacı	Kiraya Verildi İse Kiralayan Kişi/Kurum
Arsa	26.11.2020	12.291,96 m ²	Izmir ili Urla ilçesi İçmeler Mahallesi Tekkealtı Çakallar Mevki, 2785 Ada 43 Parsel	4.900.000	Yatırım Amaçlı	-
Arsa	30.04.2019	14.146,66 m ²	Izmir ili Torbalı ilçesi Gazli Mustafa Kemal Taştepe Km Mevki, L16-C-03-C-1 Pafta 237 Ada 130 Parsel	2.205.056	Yatırım Amaçlı	-
Arsa	31.03.2010	10.273,88 m ²	Izmir ili Torbalı ilçesi Karakızlar Mahallesi Kocaaan Mevki 149 Ada 4 Parsel	145.919	Yatırım Amaçlı	-

3. Sektör Hakkında Bilgi

3.1 Dünyada Tıbbi Malzeme Sektörü

Avrupa Tıbbi Malzeme Endüstrisi Demeği MedTech Europe tarafından yayınlanan 2020 yılı rakamlarına göre dünya tıbbi malzeme sektöründe tüketim bazında ABD'nin payı %43, Avrupa'nın payı %27, Japonya'nın %7, Çin'in %8 ve diğer ülkelerin ise %17 şeklinde dağılmaktadır. Aynı raporda Avrupa tıbbi malzeme sektörünün 120 milyar Avro değerinde olduğu görülmektedir. Buna göre tüm dünya tıbbi malzeme pazarının yaklaşık 445 milyar Avro değerinde olduğu ve en büyük pazar olan ABD tıbbi malzeme pazarının 191 milyar Avro olduğu söylenebilir.



Kaynak: Tıbbi Malzeme Pazarı Global Dağılımı -Medtech Europe Avrupa Medikal Teknoloji Endüstrisi 2020 Raporu

Tıbbi cihaz sektöründeki büyüme, ülkelerin ekonomik gücü ve sağlık harcamaları ile yakından ilgilidir. Dünya geneline bakıldığında gelişmiş ülkelerin kaynaklarını çok daha iyi yönettiği ve doğru kaynakları etkin bir şekilde kullanabildiği

GedikYatırım
Menkul Değerler A.Ş.

görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise üretim faaliyetlerinin genellikle düşük ve orta seviye teknolojik ürünlerle başladığı ve doğru stratejilerle birlikte gelişim gösterdiği bilinmektedir.

Sektörel bir araştırma şirketi olan Espicom verilerine göre, ABD, tıbbi cihaz üretiminde dünyada lider konumdadır ve aynı zamanda bu endüstrinin en büyük tüketicisidir. Espicom 2014 verilerine göre, dünya tıbbi cihaz pazar payının %49'unu ABD, %12'sini Japonya, %11'ini ise Almanya oluşturmaktadır olup bu pazarda Türkiye %1 oranında paya sahiptir. Geriye kalan pazar payı ise diğer ülkelere paylaşılmaktadır.

T.C. Kalkınma Bakanlığı 11. Kalkınma Planı, Sağlık Endüstrilerinde Dönüşüm, Özel İhtisas Komisyonu Raporunda da belirtildiği üzere, 2020 yılı için dünya tıbbi malzeme sektöründe en büyük pazar payının tanınmış görüntüleme alanında olacağı, ancak en büyük yıllık ortalama bileşik büyüme beklentisinin %6,6 ile Şirket'in de faaliyet gösterdiği sarf malzemeler kategorisinde olacağı beklenmektedir.

Avrupa Patent Ofisi (EPO) 2019 raporlarına göre tıbbi teknoloji konusunda 14.000 patent başvurusu yapılmış ve bir önceki seneye göre %0,7 artış gözlenmiştir. Tıbbi malzeme teknolojilerine ilişkin patent başvurulan EPO'ya yapılan başvuruların %7,7'sini oluşturmaktadır ve en çok başvuru yapılan sektörler sıralamasında dijital iletişim sektöründen sonra ikinci sırada yer almaktadır.

3.2 Türkiye'de Tıbbi Malzeme Sektörü

Tıbbi cihaz ve malzemelere ilişkin ülkemiz düzenlemelerine göre ülkemiz pazarına arz edilecek tıbbi cihazlar, Türkiye İlaç ve Tıbbi Cihaz Kurumu bünyesindeki Türkiye İlaç ve Tıbbi Cihaz Ulusal Bilgi Bankası (TİTUBB)'na kayıt edilmekteydi. Ancak ÜTS sisteminin devreye girmesi geliştirilmesi ile birlikte 12.06.2017 tarihinden itibaren tıbbi cihazlar TİTUBB sistemi yerine ÜTS'ye kayıt edilmektedir. Kayıt aşamasında, Tıbbi Cihaz Yönetmelikleri kapsamında tıbbi cihaza ilişkin EC sertifikası, uygunluk beyanı, kullanma kılavuzu, varsa yerli malı belgesi ve gerekli durumlarda ürüne ilişkin ek belge ve bilgiler firmalardan talep edilmektedir.

TİTUBB Haziran 2017 verilerine göre Türkiye'de 4.426 adet imalatçı/ithalatçı firma TİTUBB sistemi üzerinden uygunluk beyanı alarak, kendilerini imalatçı ve/veya ithalatçı firma olarak kayıt ettirmişlerdir.

Kaynak: TİTCK 2018-2022 Stratejik Planı (<https://titck.gov.tr/storage/Archive/2018/tyyemamim/Modules/Attachment/884b5ed7-8b2d-4846-b7a3-1c6914c3aa89.pdf>)

Nüfusu 83 milyonun üzerinde olan Türkiye nüfus açısından küresel anlamda ilk 20 ülke arasında yer almaktadır. Ülkemizin nüfus istatistikleri incelendiğinde 65 yaş ve üzeri nüfus oranının, yıllık nüfus artış hızının, yaşlı bağımlılık oranının son yıllarda giderek arttığı; ölüm hızının ise azaldığı görülmektedir. Global bir araştırma şirketi olan Fitch Solutions tarafından hazırlanan rapora göre Türkiye'de 2019'da %8,7 olan yaşlı nüfusunun 2029 yılına kadar %12 seviyelerine ulaşacağı öngörülmektedir.

Nüfus içerisinde sigara içme ve fiziksel hareketsizliğin yaygınlığı nedeniyle ülkemizdeki ölümlerin başında bulaşıcı olmayan kronik hastalıklar gelmektedir. Bu hastalıkların 2030 yılına kadar kaliteli yaşam sürelerinde azalmaya neden olacağı ve insan ömründe yeti yitimi ile geçen yıllarda artışa neden olacağı ön görülmektedir. Bulaşıcı olmayan kronik hastalıklar arasında en büyük yükü de kardiyovasküler hastalıklar, kanser, mental ve davranış bozuklukları ve kas iskelet sistemi hastalıkları oluşturmaktadır. Bu durum sağlık sektöründe tedavi ve tıbbi malzeme ihtiyacında belirgin artış olacağını göstermektedir.

Öte yandan, Türkiye küresel medikal turizm pazarından daha fazla pay almayı hedeflemektedir. Türkiye'nin medikal turizm geliri 2018'de yaklaşık 1,5 milyar USD'ye ulaşmış olup, bu miktarın 2030 yılına kadar beş kat artması planlanmaktadır. Bu çerçevede T.C. Sağlık Bakanlığı, ülkenin medikal turizm hedeflerine ulaşmasına yardımcı olmak için Uluslararası Sağlık Hizmetleri (USHAŞ) adlı bir yan kuruluş kurmuştur. USHAŞ, Şubat 2019'da faaliyete geçmiş olup, Türkiye'de bulunan sağlık hizmet ve kurumlarını medikal turistlere tanıtmayı hedeflemektedir. Türkiye İstatistik Kurumu verileri, Türkiye'nin 2018'de 551.748 adet medikal turist aldığı ve 2017'ye göre %27,3 arttığını göstermektedir.

Sağlık turizmi sektörü, sunulan uygun fiyatlı hizmetler, üst düzey tesisler (şehir hastaneleri ve zincir özel hastaneler), son teknoloji, yetkin personel ve kısa bekleme süreleri nedeniyle son yıllarda hızlı bir büyüme yaşamıştır. Sunulan hizmetler arasında kardiyovasküler hastalıkların tedavisi, organ nakilleri, diş hekimliği ve plastik cerrahi yer almaktadır. İstanbul, Ankara, Antalya, İzmir, Erzurum ve Yalova, turistik yerler oldukları ve özel hastane gruplarına ev sahipliği yaptıkları için popüler tedavi yerleridir.

Kaynak: Turkey Medical Devices Report Q1 2021 - Fitch Solutions

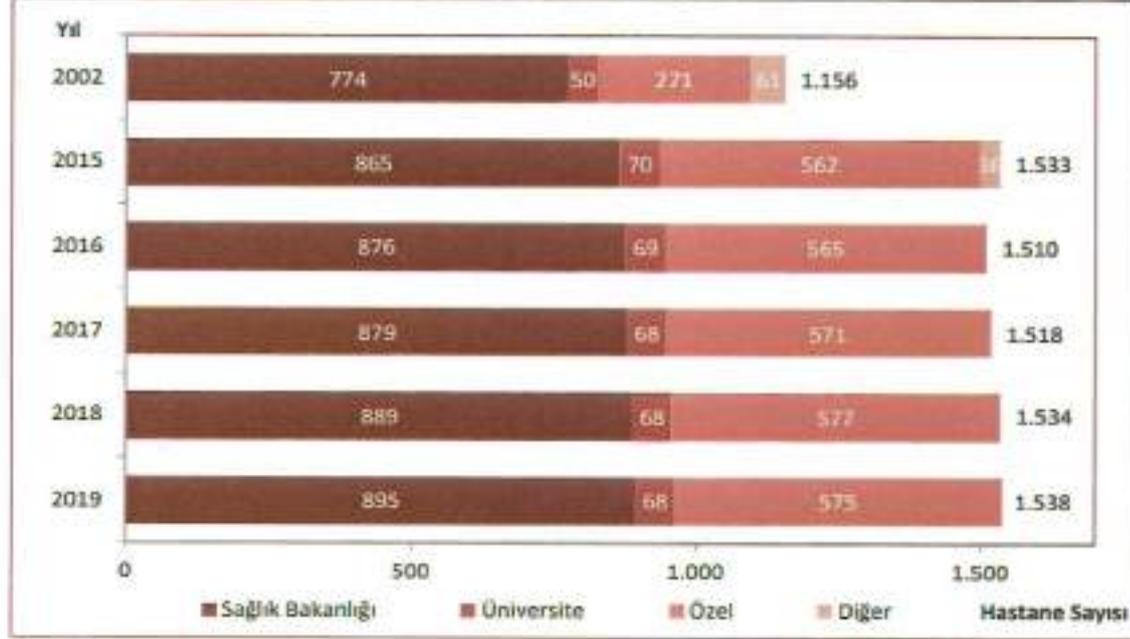
GedikYatırım
Menkul Değerler A.Ş.

3.2.1 Türkiye Sağlık Sektörü Altyapısı ve Kapasiteleri

Nüfus yapısındaki ve insanların yaşayışındaki bu değişiklikler sağlık tesis ve ekipmanlarına olan ihtiyacı da artırmaktadır. Türkiye’de 2019 yılı itibarı ile toplam 1.538 adet hastane bulunmaktadır ve bu hastanelerdeki yatak sayısı 237.504’tür. Bu yataklarda tedavi gören hasta sayısı ise yıllık yaklaşık 14 milyona yakındır. Ayrıca bu yatakların yaklaşık 40.000 adedi yoğun bakım yatağıdır ve bu yatak sayısı yıllık yaklaşık ortalama %10 artmaktadır.

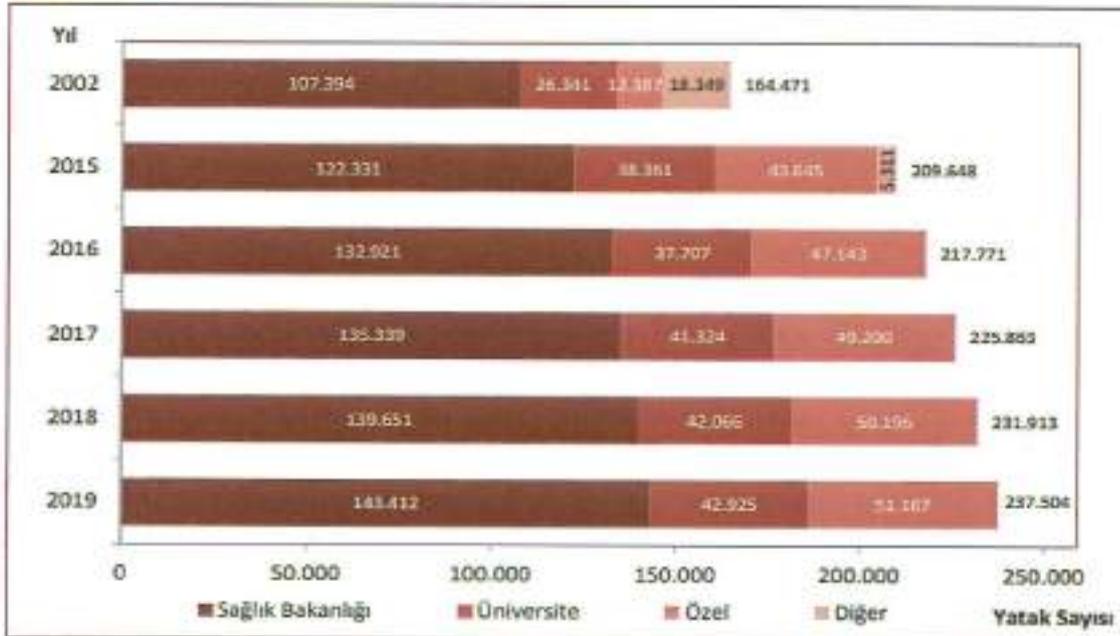
Kaynak: T.C Sağlık Bakanlığı Sağlık İstatistikleri Yılı 2019

Hastane Sayısı



Kaynak: Sağlık Hizmetleri Genel Müdürlüğü

Yatak Sayısı



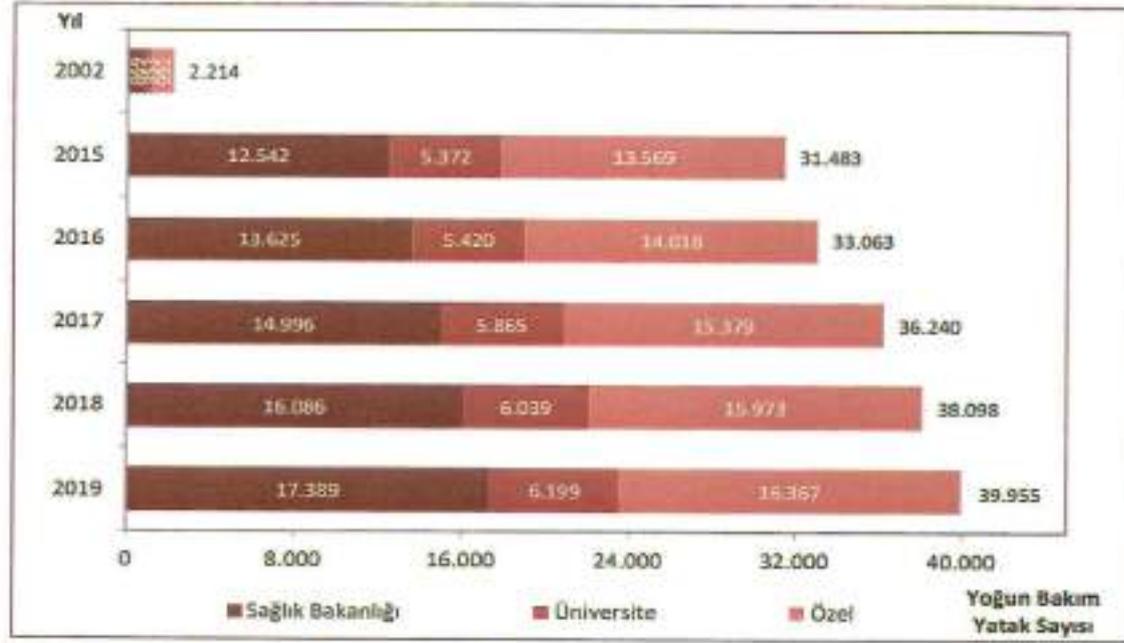
Kaynak: Sağlık Hizmetleri Genel Müdürlüğü

Hasta Sayısı

	2002	2015	2016	2017	2018	2019
Sağlık Bakanlığı	4.169.779	7.404.570	7.561.989	7.606.159	7.675.972	7.742.707
Üniversite	781.990	1.891.094	1.842.001	1.982.410	1.955.983	2.072.720
Özel	556.494	4.237.453	4.048.696	4.120.734	4.019.422	3.990.922
Toplam	5.508.263	13.533.117	13.452.686	13.709.303	13.651.377	13.806.349

Kaynak: Sağlık Hizmetleri Genel Müdürlüğü

Yoğun Bakım Yatak Sayısı



Kaynak: Sağlık Hizmetleri Genel Müdürlüğü

Yoğun bakım üniteleri solunum sistemleri ve infüzyon sistemleri gibi sistemlerin yoğunlukta kullanıldığı birimler olup, ülkemizdeki yoğun bakım yataklarının yaklaşık 22.500 tanesinde ventilatör cihazı bulunmaktadır. Yoğun bakım doluluk oranı ise ortalama %70 seviyelerindedir. Yoğun bakımda ortalama kalış süresi ise 10 gündür. Covid-19 sonrası mevcut durum itibarıyla yoğun bakım doluluk oranları %65-70 seviyelerinde seyretmekle beraber, yoğun bakım yataklarının kaçında ventilatör cihazı bulunduğuyla ilişkin resmi bir bilgi bulunmamaktadır.

Hastanelerdeki yoğun bakım ünitelerinin yanı sıra ameliyat salonları da sağlık tedavisinde önemli bir yer almaktadır. Herhangi bir sağlık şikayeti ile veya geçirilen bir kaza ile sağlık tesislerine başvuran hastaların ameliyat edilmesi gerekebilir ve bu ameliyatlarda solunum sistemleri ve cerrahi suturelar gibi tıbbi sarf malzemeleri kullanılmaktadır. Ülkemizde 2019 yılında toplam 6.876 adet ameliyat masasında yapılan yıllık ameliyat sayısı 5 milyondan fazladır.

Kaynak: T.C Sağlık Bakanlığı Sağlık İstatistikleri Yılı 2019

Türkiye'de Yıllık Ameliyat Sayıları

	2002	2015	2016	2017	2018	2019
Sağlık Bakanlığı	1.072.417	2.364.595	2.473.267	2.590.538	2.766.914	2.796.484
Üniversite	307.108	801.424	799.133	815.076	903.002	948.936
Özel	218.837	1.604.126	1.499.829	1.525.685	1.531.822	1.478.395
Toplam	1.598.362	4.770.145	4.772.229	4.931.299	5.201.738	5.223.815

Kaynak: Sağlık Hizmetleri Genel Müdürlüğü

Türkiye'de Ameliyathane ve Masa Sayıları

	Sağlık Bakanlığı	Üniversite	Özel	Toplam
Ameliyathane	1.084	155	833	2.083
Ameliyathane Odası	3.562	1.066	2.156	6.784
Ameliyathane Masası	3.614	1.076	2.186	6.876

Kaynak: Sağlık Hizmetleri Genel Müdürlüğü

Yukarıda bahsi geçen tüm bu etkenler önümüzdeki yıllarda ülkemizde sağlık sektörünün daha da büyüyeceğine işaret etmektedir. Şirket'in üretimini yapmakta olduğu tıbbi sarf malzemeleri alanındaki büyüme öngörüsü ise aşağıdaki tabloda ifade edilmektedir.

Sarf Malzeme Pazarı (Milyon USD)

TURKEY - CONSUMABLES MARKET, 2014-2024 (USD MN)											
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
CONSUMABLES	559.4	523.1	552.1	577.0	528.2	525.7	685.3	458.1	531.9	541.3	578.8

2020 yılında Covid-19 küresel salgını nedeniyle istisnai bir yükseliş yapan sarf malzeme pazarının 2019 yılındaki 525,7 milyon USD tutarındaki hacmini 2024 yılına kadar 578,8 milyon USD dolaylarına taşıyacağı öngörülmektedir.

Kaynak: Turkey Medical Devices Report Q1 2021 Fitch Solutions

3.2.2 Türkiye'de Tıbbi Malzeme Satış Şekilleri

Ülkemizdeki hastane ve sağlık tesisleri Sağlık Bakanlığına Bağlı Kamu (Devlet) Hastaneleri, Üniversite Hastaneleri, Özel Hastaneler, Aile Sağlık Merkezleri ve Özel Poliklinik/Tıp Merkezi gibi sağlık tesisleri çatısı altında hizmet vermektedir.

Özel sağlık kuruluşları ihtiyaçlarını bağımsız olarak kendileri temin etmekle birlikte; Kamu Kurum ve Kuruluşları ihtiyaçlarını işleyişi aşağıda detaylıca açıklanan 4734 sayılı Kamu İhale Kanunu'na (KİK) tabi olarak bu kanun kapsamında temin etmekte olup, Şirket yurtiçi satışlarının büyük çoğunluğu aşağıda özetlenmiş Kamu İhale Kanunu (KİK) çerçevesinde gerçekleştirilmektedir.

KİK'te alım usulleri şu şekilde tanımlanmıştır:

- **Açık ihale usulü:** Bütün isteklilerin teklif verebildiği usül
- **Belli istekliler arasında ihale usulü:** Ön yeterlik değerlendirmesi sonucunda idare tarafından davet edilen isteklilerin teklif verebildiği usul
- **Pazarlık usulü:** KİK'te belirtilen hallerde kullanılabilen, ihale sürecinin iki aşamalı olarak gerçekleştirildiği ve idarenin ihale konusu için teknik detayları ile gerçekleştirme yöntemlerini ve belli hallerde fiyatı isteklilerle görüştüğü usül
- **Doğrudan temin:** KİK'te belirtilen hallerde ihtiyaçların, idare tarafından davet edilen isteklilerle teknik şartların ve

fiyatın görüşülerek doğrudan temin edilebildiği usul

KİK'e göre "Yerli Malı Belgesi"ne sahip ürünler; yapılacak Kamu ihalelerinde teklif ettikleri fiyatın %15 oranında altında teklif vermiş olduğu varsayılır. Buda yerli malı ürün teklif eden firmaların ihaleleri kazanabilmeleri için büyük bir avantajdır.

Yerli Malı Belgesi, bir ürünün yerli ve ithal girdilerinin listelenerek yapılan hesaplamalar ile %51'den daha fazla yerli girdi oranına sahip olması neticesinde sınırlı faaliyet gösteren işletmelerin bağlı oldukları Sanayi/Ticaret Odası tarafından şirket adına düzenlenen belgedir. Şirket üretimin yaptığı tüm ürünlerde bu belgeye sahiptir.

T.C. Sağlık Bakanlığı Ürün Takip Sistemi (ÜTS)

ÜTS, ülkemizde üretilen veya ithal edilen tüm tıbbi cihazların ve kozmetik ürünlerin üretim bandından satılıp kullanıldığı yere kadar tekil ürün takibini sağlayabilmek, son kullanıcıya kadar ürünü izleyebilmek için geliştirilen bir projedir.

ÜTS'nin amacı tıbbi cihazları ve kozmetik ürünleri kayıt altına almak, bu ürünleri izlemek için alta yapı oluşturmak, hasta güvenliği ve halk sağlığının korunmasına katkıda bulunmak, denetimlerin sağlıklı ve etkin yürütülmesini sağlamak, ürün kaynaklı tehlikelere karşı hızlı önlem alınmasını sağlamak, güvensiz ürünlerin hızlı bir şekilde piyasadan ve kullanımdan kaldırılmasını sağlamaktır.

Şirket'in sattığı ve ürettiği tüm ürünler ÜTS'ye kayıtlıdır. ÜTS üzerinden ithal edilen ürünler ithalat bildirimini ile, üretilen ürünler de üretim bildirimini ile sistem üzerinde lot ve kod bazında takip edilirler. Şirket gerek kendi gerekse ÜTS üzerinden yetki verdiği bayiler aracılığı ile ülkenin tüm hastanelerine satış yapma olanağına sahiptir.

Sosyal Güvenlik Kurumu (SGK)

Türkiye'de SGK çatısı altında sigortalı çalışanlar genel sağlık sigortası çatısı altında hizmet alır ve SGK bu hizmeti aldığı kamu kuruluşları için aynı zamanda geri ödeme kurumudur. SGK belirli periyodlarla güncellediği Sağlık Uygulama Tebliği (SUT) eklerinde geri ödeme kurallarını belirlemiştir. Şirket'in solunum sistemleri, infüzyon sistemleri, onkoloji ilaç hazırlama sistemleri ürünlerinden SUT listesinde yer alan ve geri ödemesi yapılan ürünler mevcuttur.

Medula Sistemi

Medula sistemi T.C. Sağlık Bakanlığı tarafından oluşturulan merkezi sistemli bir programdır. Hastaneler, doktorlar, eczaneler, optisyenler konulan teşhis ve tanı gibi bilgileri İnternet üzerinden sisteme girebilir ve aynı zamanda takip edebilirler.

Bu sistem yoğun olarak eczacılar ve optisyenler tarafından kullanılmaktadır. Girilen ilaçlar, reçete ve muayene ödemeleri bu sistem aracılığı ile takip edilir. Medula sistemi 4 bölüme ayrılmaktadır.

- Medula Eczacı Sistemi; bu bölüm eczacılar kullanılmaktadır. Doktorların sisteme girdikleri e-reçeteleri takip etmek ve ödemesi yapılacak ilaç listelerini kontrol etmek amacıyla kullanılır.
- Medula Doktor Sistemi; bu bölüm doktorlar tarafından kullanılmaktadır. Hastalara yazılan e-reçeteleri kontrol etmek ve yazılan ilaçları takip ederek israfı önlemek amaçlı kullanılmaktadır.
- Medula Optik Sistemi; bu bölümde eczacı sistemi gibi kullanılmaktadır. Temel farkı ise; optisyenler sistemi hastalara verilen gözlük reçetelerini kontrol ve takip etmek amaçlı kullanır.
- Medula Hastane Sistemi; bu bölüm hastanelerin yaptığı ödemeleri, sevk ve rapor gibi yapılan işlemlerin idaresini ve takibini yapmak amaçlı kullanılır.

Alt yapı açısından birbirleriyle bağlı olan bu sistem işlemleri direk kayda geçtiğinden dolayı büyük kolaylık sağlamaktadır

3.3 Meditera'nın Faaliyet Gösterdiği Pazarlar

3.3.1 Solunum Sistemleri Pazarı

Pazarın solunum sistemlerini içeren kısmında solunum devreleri (anestez devreleri, ventilasyon devreleri, hasta nakil (transport) devreleri, ev tipi ventilatör cihazlarında kullanıma uygun devreler, ısıtıcı telli ventilatör devreleri, non-invazif terapi uygulama devreleri, koaksiyel solunum devreleri, tek hatlı çift lümenli solunum devreleri), solunum filtreleri (bakteri-virüs filtreleri, bakteri-virüs HME ısı nem geçirgen filtreler ve trakeostomi filtreleri), gaz örnekleme hatları, kateter bağlantıları yer almaktadır.

Astım, kronik obstrüktif akciğer hastalığı gibi kronik solunum yolu hastalıklarının yaygınlığında artış, obstrüktif uyku apnesi, artan acil durum sayısı ve artan kronik inflamasyon insidansı, küresel solunum sistemleri pazarının büyümesine neden olan ana faktörlerden bazıları olup, küresel solunum sistemleri pazarının yıllık %3,8 büyüme oranı ile 2023 yılında kadar 1,2 milyar USD'ye ulaşması beklenmektedir.

Kaynak: <https://www.marketsandmarkets.com/Market-Reports/breathing-circuit-market-103723851.html>

Solunum devreleri pazarında öne çıkan oyuncular; Ambu A/S (Danimarka), CR Bard (ABD), Fisher & Paykel Healthcare (Yeni Zelanda), MediteraTıbbi (Türkiye), Bio-Med Devices (ABD), Teleflex Incorporated (ABD), GE Company (ABD), WilMarc Medical (ABD) Armstrong Medical Ltd (İngiltere) ve Becton, Dickinson and Company (ABD)'dir.

Kaynak: <https://www.marketsandmarkets.com/Market-Reports/breathing-circuit-market-103723851.html>

Solunum sistemleri parçalarından olan solunum filtresi pazarının ise yıllık %5,98 büyüme oranı ile 2026 yılında 399,7 milyon USD'ye ulaşması tahmin edilmektedir.

Kaynak: *Global Breathing Filters Market Insights And Forecast to 2026 – QYResearch*

Pazarda yer alan firmalar; Medtronic (ABD), Draeger (Almanya), Teleflex (ABD), Danaher (ABD), Intersurgical (İngiltere), GE Healthcare (ABD), Smiths Medical (ABD), GVS Group (Çin), Westmed (ABD), Flexicare (İngiltere), Tuo Ren (Çin), Mediplus (Çin), WilMarc (ABD), MediteraTıbbi (Türkiye).

Kaynak: *Global Breathing Filters Market Insights And Forecast to 2026 – QYResearch*

Daha önce de izah edildiği üzere yurtiçinde kamu sektörü tarafından yapılan tüm alımlar 4734 sayılı Kamu İhale Kanunu'na tabi olduğu için tüm ihalelerin takip edilebildiği dijital bir platform olan EKAP sistemine kaydedilmiştir ve kaydedilmektedir.

Ülkemizde solunum sistemi pazarının diğer önemli bir aktörü ise özel sektör alımlarıdır. Şirket kayıtlarına göre bu sektör tarafından yapılan alımlar tüm pazarın yaklaşık %30'unu karşılamaktadır. Özel sektör tarafından alımı yapılacak ürünlerin bazıları Sağlık Bank Tıbbi İhale Yayınları (<http://saglikbank.com>) adı verilen internet sitesi üzerinden duyurulmaktadır.

Şirket sektörde yer aldığı uzun zaman süresince edindiği tecrübe ve geniş yurtiçi direkt satış ekibi ile yetkilendirdiği bayileri ile pazardaki en büyük pay sahibidir. Solunum Sistemleri Pazarı ele alındığında Şirket'in yaptığı satış adetlerine ve yapılan ihalelere göre Şirket kayıtları esas alındığında ülkemizde %50'den fazla pazar payına sahip olduğu tahmin edilmektedir.

3.3.2 İnfüzyon Sistemleri Pazarı

Kronik hastalıklar, epidemik ve pandemik hastalıklar tanı ve tedavileri arttıkça infüzyon sistemlerine olan ihtiyaçta buna paralel olarak artmaktadır. Özellikle hastanelerin yoğun bakımlar, yeni doğan ve pediatri, koroner bakım, kardiyoloji gibi kritik hasta bakımlarının yapıldığı ve IV tedavilerin hassasiyetle yürütüldüğü birimlerde elektronik infüzyon pompa ve setleri tercih edilmektedir. Bu anlamda teknolojik gelişmeler bu pazarın büyümesine katkıda bulunmaktadır. Bunun yanısıra yüksek maliyet ve ürün güvenliği sorunları (Damar içine elektronik infüzyon pompası ile sıvı gönderimi sırasında hasta hayatını tehlikeye sokabilecek az ya da fazla gönderimler, alarm sorunları gibi) sorunlar pazarın büyümesinde engelleyici unsurlar olarak görünmektedir. Yer çekimine bağlı çalışan ve standart sıvı tedavileri ile hidrasyon amaçlı kullanılan yer çekimine bağlı setler yatan hasta bakımında kritik olmayan hastaların izleminde tercih edilebilen infüzyon yöntemleridir.

Kaynak: *Global Infusion Pumps and Accessories Market – Monitor Intelligence*

Şirket uluslararası iki farklı marka ile yaptığı anlaşma sonucunda bu firmaların ürettiği infüzyon pompalarının satış ve dağıtımını yapmaktadır. Şirket bu firmalardan biri tarafından üretilen hem infüzyon pompaları ve bunların setlerinin satış ve dağıtımını yaparken, diğer firmadan sadece infüzyon pompalarını almakta, bu firmaya ait infüzyon pompalarında kullanılan setlerin üretimini ise kendisi gerçekleştirmektedir. Bu çerçevede, Şirket distribütörü olduğu iki farklı infüzyon pompa markası ile Türkiye pazarında kritik bakım gerektiren ünitelerde 200'ün üzerinde hastanede hizmet vermektedir.

Global infüzyon pazarı, 2019 sonu itibarı ile 9,5 milyar USD olarak tahmin edilmekte ve yıllık %5,42 büyüme ile 2025 yılında 13 milyar USD seviyelerine çıkması beklenmektedir. İnfüzyon pompa set pazarının ise global ölçekte 2019 itibarı ile 5 milyar USD iken yıllık %4,53 büyüme ile 2025 yılında 6,8 milyar USD'ye ulaşması beklenmektedir. Bu pazarın %43'ü Şirket'in distribütörü olduğu elektronik infüzyon pompalarından oluşmakta iken %57'lik kısmı tek



kullanım ve Şirket tarafından da üretilen infüzyon setlerinden oluşmaktadır.

Kaynak: Global Infusion Pumps and Accessories Market - Mordor Intelligence

Türkiye'de infüzyon sistemleri geri ödeme kurumu (SGK) tarafından geri ödeme listesinde yer almakta ve belli bir miktarda ödenmektedir. Infüzyon pompa seti pazarı genelde yerleştirme usulüne göre yapılmakta ve infüzyon pompaları pompa setlerinin kullanımı süresince kurumların hizmetine bedelsiz olarak verilmektedir. Diğer bir deyişle, infüzyon pompa seti satışı yapılan hastanelere Şirket'in satın alıp sahip olduğu infüzyon pompaları ücretsiz olarak tahsis edilmektedir. Infüzyon pompaları infüzyon setleri olmadan çalışmadığından, infüzyon pompaları hastanelerde kaldığı süre boyunca çalışmalar için gereken pompa setleri Şirket tarafından bedeli mukabilinde hastanelere satılmaktadır.

Pompa setlerinin kullanımı süresince hastanelerde bulunan infüzyon pompalarının tamir ve bakımları Şirket tarafından bedelsiz olarak yapılmaktadır.

3.3.3 Cerrahi Sütür Pazarı

Sağlıksız yaşam tarzı ve yaşlanan nüfus nedeniyle ameliyatların sayısındaki artışın pazarı büyütmesi ve küresel cerrahi sütür pazarının 2025 yılına kadar %6,5 büyüyerek yaklaşık 6 milyar USD olması beklenmektedir. (Kaynak: <https://www.grandviewresearch.com/www.researchandmarkets.com>)

Küresel pazarda faaliyet gösteren başlıca şirketlerden bazıları Medtronic, Ethicon, SuturesIndiaPvt. Ltd., Internacional Farmacéutica ve PETERSurgical'dir.

Kaynak: https://www.grandviewresearch.com/www.researchandmarkets.com

Internacional Farmacéutica ile ortak olarak İzmir/Tire'de kurulan iştiraki S&Mohr İplik Fabrikaları A.Ş. nezdinde Atramat markalı cerrahi sütürler üretilmektedir.

Diğer taraftan, Türkiye'de cerrahi sütür pazarı yaklaşık 23,5 milyon USD'dir. 2024 yılına kadar pazarın yaklaşık %5 büyüyerek 25,9 milyon USD olması beklenmektedir.

Kaynak: EKAP 2018 verileri/Fitch Turkey Medical Device Report

Bu pazarda dünya çapında önemli markalarla birlikte yerli ve yabancı birçok marka bulunmaktadır, ancak bunlardan S&Mohr İplik Fabrikaları A.Ş. tarafından üretilen Atramat markalı cerrahi sütürler dahil 10 oyuncu pazarda söz sahibidir.

3.3.4 İlaç Hazırlama Pazarı

Kanser, günümüzün en önemli sağlık sorunlarından biri olup, tüm dünyada ölüm nedenleri arasında 2. sıradadır. Kanser vakalarının teşhisi, tanı yöntemlerinin gelişmesi, tanı olanaklarının gelişmesi ve sağlık kuruluşlarından yararlanma olanaklarının artması ile her yıl daha çok artmaktadır. Ayrıca enfeksiyon hastalıklarının kontrol altına alınması diğer hastalıklara karşı etkin tedavi yöntemlerinin kullanıma girmesi ve yaşam standardının yükselmesi ile ortalama yaşam süresinin uzaması, dolayısı ile yaşlı nüfusun artması; toplumun bilgi seviyesinin yükselmesi ve kanser tedavisindeki gelişmeler sebebi ile daha çok hastanın hekime başvurması ve gelişen teknoloji ile çevresel kanserojen maruziyetin artışı kanser sıklığını arttıran etkenlerdir.

Kaynak: http://www.turkkanser.org/icerik/18

Tanı ile birlikte tedavi olanakları da artan kanser vakalarının tedavisinde kullanılan antineoplastik ajanlar özel koşullar altında hazırlanır ve uygulanır. Kanser tedavisine kemoterapi ve uygulanan ilaçlara kemoterapi ilaçları denir. Ülkemizde kemoterapi ilaç hazırlama ve uygulama sistemleri SGK geri ödeme listesinde yer alır ve hizmet puanı üzerinden geri ödenir.

Kemoterapi ilaç hazırlama ünite ve hizmetleri 3 kategoride sınıflandırılmıştır:

- Robotik/Otomatik ilaç hazırlama ve uygulama sistemleri
- Yarı otomatik ilaç hazırlama sistemleri
- Manuel ilaç hazırlama sistemleri

Şirket onkoloji ilacı hazırlama konusunda ürün portföyünde her üç kategoriyi de barındırmaktadır.

Ocak 2020 EKAP verilerine göre Türkiye'deki 110 kemoterapi ilaç hazırlama ünitesinin 42'si Otomatik, 16'sı Robotik,

30'u Yarı-Otomatik ve 22'si Manuel Sistem ile çalışmaktadır. Şirket ve EKAP verileri karşılaştırıldığında Türkiye genelinde kamu ve üniversite hastanelerinde kemoterapi tedavisi alan hastaların yaklaşık %20'sinin ilaçlarının Şirket tarafından sağlanan onkoloji ilaç hazırlama sistemleri ile hazırlandığı görülmekte olup, pazar birinciliği paylaşılmaktadır.

Üniversite ve Kamu Hastaneleri Ünite Bazında Dağılımı



3.3.5 Hastane Ürünleri Pazarı

Şirket'in üretim faaliyetleri arasında bulunan hastane ürünleri biyosidal ürün grubu ve bariyer kremden oluşmaktadır. Bu ürün grupları enfeksiyon önlemeye yönelik ruhsatlı antimikrobiyal sıvı ve sabunların yanı sıra koruyucu kremleri içermektedir.

Şirket'in ürettiği biyosidal ürünler aşağıdaki ürün gruplarından oluşmaktadır.

- Cilt ve Mukoza antiseptikleri
- El ve Cilt Antiseptikleri
- Cerrahi Tınak Fırçaları

Genel olarak cilt temizliğinde kullanılan antiseptikler arasında benzalkonyum klorür, klorheksidin, heksaklorofen, iyot karışımları, alkol ve hidrojen peroksit bulunur. Bu antiseptikler solüsyon veya sabun olarak piyasada kullanıma sunulur.

Antiseptik ürünleri pazarının 2019-2027 dönemi boyunca yaklaşık %7,4'lük bir yıllık büyüme oranı kaydetmesi beklenmektedir. Pazar; sürüntü çubukları, ıslak mendiller ve çözeltiler şeklinde bölünmüştür. Dettol ve Savlon gibi mevcut markalarla antiseptik çözeltiler pazarda önemli bir kısma egemendir. Antiseptikler ameliyatlarda cerrahi cilt antisepsisinde ve enjeksiyon alanlarında kullanılabilir. Enjeksiyon alan antisepsisi segmentinin, bu dönemde hastalıklarda öngörülen artışa bağlı olarak enjeksiyonlara olan talebin artması nedeniyle büyük payı alacağı tahmin edilmektedir.

Kaynak: <https://www.researchnester.com/reports/skin-antiseptic-products-market/1517>

Küresel Cilt ve Mukoza antiseptikleri pazarındaki başlıca oyuncular; 3M, Palace, PURELL, DOW, BODE Chemie, Reckitt Benckiser, Plum, Shandong Weigao Group, Beijing Xidebao'dur.

Hastane kaynaklı enfeksiyonların yaygınlık ve görülme oranının yüksek olması, hijyene odaklanmanın artması ve hem yaşam alanları hem de ticari/endüstriyel alanlarda/sağlık birimlerinde bulaşıcı hastalıkların yayılmasına ilişkin artan endişeler, özel kliniklere ve hastanelere hasta akışında artışa neden olmuştur. Yaşlı nüfusun artması ve kardiyovasküler, diyabet, kanser, demans ve osteoporoz gibi kronik hastalıkların yaygınlığının hastaneye yatış sayısını artırması ve antiseptik banyo pazarının büyümesini artıracığı beklenmektedir. Pazarda büyümeyi tetikleyen diğer bir sebep ise hükümetlerin sağlık bakımı enfeksiyonları azaltmak ve kişisel hijyenin korunmasına yönelik farkındalıkları desteklemesidir. Gelecek yıllarda farkındalığın artmasının özellikle Asya Pasifik, Orta Doğu, Afrika ve Latin Amerika gibi gelişmekte olan ülkelerde pazarın büyümesini tetikleyeceği düşünülmektedir.

Şirket'in ürün portföyünde bulunan ürün gruplarından cilt ve mukoza antiseptikleri, el ve cilt antiseptikleri için Türkiye kamu pazarı yaklaşık 1.000 ml ürünlerde 1.625.000 adettir. Cerrahi tınak fırçalarında ise bu rakam 4.700.000 adettir.

Kaynak: 2019-2020 EKAP verileri

Diğer taraftan, sıvılarla aşırı derecede karşılaşmak cildin dış katmanının dışsal güçlere karşı direncini etkilemektedir. Cildin vücut sıvılarına (ter, idrar, gaita vb.) sürekli maruz kaldığı durumlarda cildin bütünlüğünde bozulma başlar. Maserasyon (yumuşayarak soyulma) ve hasarlanma meydana gelir. Aşama aşama yara oluşumuna kadar ilerleyebilen durumlara karşılaşılabılır. Uzun süre neme maruz kalan epidermis tabakasında önce yumuşama daha sonra ise doku bütünlüğünde bozulma gelişir. Özellikle yatağa bağımlı olan idrar ve dışkı kontrolü olmayan hastalarda bu duruma bağlı basınç ülserleri gelişme riski yüksektir. Basınç ülseri, uzun süreli basıncın etkisinde kalmaya bağlı olarak, vücudun herhangi bir bölgesinde iskemik ve nekroz sonucu oluşan yaralardır. Basınç ülserleri, tüm dünyada sağlık kurumlarında önemli bir problem olarak belirtilmektedir. Basınç ülserlerinin gelişmesinde rol oynayan en önemli faktörler sıvılara aşırı ve sürekli maruziyet ve sürtünmedir.

ABD'de Sağlık Hizmetleri Araştırma ve Kalite Ajansı'na (AHRQ) göre, yılda 2,5 milyondan fazla insan basınç ülserlerinden etkilenmektedir. Artan yaşlı nüfusun, yükselen basınç ülseri vakaları ile birleştiğinde önümüzdeki yıllarda bu pazarı olumlu etkileyeceği düşünülmektedir.

Kaynak: <https://www.ahrq.gov/topics/pressureulcers.html#:~:text=Each%20year%2C%20more%20than%202.5,and%20increased%20morbidity%20and%20mortality>

Fortune Business Insights™ tarafından hazırlanan "Basınç Ülseri Tedavi Pazar Büyüklüğü, Paylaşım ve Sektör Analizi, Ülser Türüne Göre (Aşama 1, Aşama 2, Aşama 3, Aşama 4), Ürüne Göre (Yara- bakım Pansumanları, Yara Bakım Cihazları ve Diğerleri), Son Kullanıcıya Göre (Hastaneler, Klinikler, Ambulatuvar Cerrahi Merkezleri ve Evde Bakım Ayarları) ve Bölgesel Tahmin, 2019-2026." çalışmasında basınç ülseri tedavisinin pazar büyüklüğünün 2026 yılına kadar 11,23 milyar USD'ye ulaşacağı ve böylece tahmin döneminde %6,7'lik bir yıllık büyüme sergileyeceği tahmin edilmektedir.

Kaynak: <https://www.fortunebusinessinsights.com/pressure-ulcer-treatment-market-102095>

Basınç ülseri vakalarında kullanılan Altech marka bariyer krem ürünü, bütünlüğü bozulmamış ciltler için özel içeriği sayesinde ciltte optimum nemlendirme sağlarken, içeriğinde bulunan %3 dimetikon sayesinde ciltte oluşturduğu bariyer tabaka ile vücut sıvılarına karşı koruma sağlamaktadır.

Bariyer krem Türkiye kamu pazarı yıllık 140.000 adettir. Bu adetlere eczane ve perakende satışlar dahil değildir. Bu rakamlar da dahil edildiğinde pazar daha da büyümektedir.

3.4 Meditera'nın Faaliyet Gösterdiği Sektör ve Pazarlardaki Avantajları

Solunum Devreleri ve İnfüzyon Pazarında İlk Sıralarda Yer Almak ve "Altech" Marka Bilinirliği

Şirket sahip olduğu "Altech" markası ile iç pazarda yüksek pazar paylarına ve marka bilinirliğine sahiptir. Bu bilinirlik şirket ürünlerinin ülkemizdeki hastanelerin yarısından fazlasında kullanılmış veya kullanılıyor olmasından gelmektedir. Bununla birlikte bazı hastanelerin ürün talepleri yaparken özellikle "Altech" markasını belirtmesi veya kullandıkları "Altech" markalı ürünleri referans olarak göstermesi marka bilinirliğinin en sağlam dayanağıdır. Ürün grupları bazında değişiklik göstermekle beraber; Şirket tarafından iştirak edilen ihaleler gözönüne alındığında özellikle iç pazarda pazar payı %50'nin hep üzerindedir. Gerek ihale yoluyla yapılan devlet alımlarında gerekse de büyük zincir özel hastane alımlarında en çok satış yapan şirketlerin başında yer almaktadır.

Patentli Ürünler

Şirket'in tasarımı tamamen kendisine ait olan ve solunum sistemleri ürün grubunda kullanılan patentlenmiş tam kapalı sistem iğnesiz konnektörlü su tutuculu ürünleri özellikle bulaşıcı hastalıklara karşı salgın dönemlerinde hem hastaları bu hastalıklardan koruyan hem de sağlık çalışanlarının çapraz bulaşma yoluyla bu hastalıklara yakalanmasını önleyen ürünler olup; dünyada muadilleri bulunmamaktadır. Bu durum da hem Şirket'in prestijini, hem değerini hem de rekabet gücünü artıran önemli bir unsurdur. Piyasada ürünlerin birbiri ile aynışma (embiyalaşma) tehlikesine karşı bu durum Şirket'in elinde bulundurduğu önemli bir avantajdır.

Yaygın Satış Ağı

Merkezi İzmir'de bulunan Şirket'in 1988 yılında kurulmuş olan Meditera İthalat ile 2020 yılında birleşmesinin bir sonucu olarak da sonra Ankara ve İstanbul'da Bölge Müdürlüğü ofisleri ile ev-ofis düzeninde çalışan çok sayıda çalışanı bulunmaktadır. Öte yandan Şirket sahip olduğu bu direkt satış kanalının yanı sıra Türkiye çapında çalıştığı 15'ten fazla bayii ile ülkemizin her yerinde ürünleri ile temsil edilmektedir.

GedikYatırım
Deniz Kültürler A.Ş.

Güçlü Finansal Yapı

Şirket'in hassasiyetle üzerinde durduğu konuların başında güçlü nakit akışı gelmektedir. Bu anlamda direkt olarak iştirak ettiği ihalelerde ihaleye katılmadan önce kurumun ödeme performansı ciddi bir şekilde incelenmekte ödeme süresinin uzayacağına dair en ufak bir şüphe duyulması halinde ise teklif verilmemektedir. Satışlarının bir kısmını bayileri kanalıyla yapan Şirket çalıştığı firmalardan aldığı teminat mektupları ile de nakit akışının sürekliliğini garanti altına almaktadır.

Birbirini Tamamlayan Ürün Portföyü

Şirket'in ürün portföyü esasen ürünlerinin kullanıldığı tıbbi cihazlarda uygulanacak tüm tedaviyi sağlayabilecek bileşenlerden oluşmaktadır. Örneğin ventilasyon tedavisi uygulanacak bir hastada kullanılması gereken solunum devresi, filtre, kateter bağlantısı gibi ürünlerin tamamı Şirkette üretilmektedir. Dolayısıyla müşterilerin ihtiyaç duyacağı tüm ekipman tek bir elden temin edilebilmektedir. Bu husus da hem ürün kalite ve performansında standardizasyon hem hızlı tedarik süreçleri hem de rakipleri karşısında yüksek rekabet gücü avantajlarını beraberinde getirmektedir.

Ayrıca infüzyon sistemleri, anestezi ventilasyon devreleri, ameliyat iplikleri benzer kliniklere hitap ettiğinden dolayı sağlık kuruluşlarına paket çözümler sunulabilmektedir.

Butik Üretim

Şirket ürettiği ürünlerin özelliklerinde, boylarında, konfigüre edilmelerinde sonsuz esnekliğe sahip olup; tam olarak müşterilerin istemiş olduğu nitelik ve nicellekle ürün sağlamaktadır. Müşteriye özel üretim sayesinde sadece belli içeriklerde ve sabit kodlarda ürün üretilip bu kodların dışına çıkamayan rakiplerine üstünlük sağlamaktadır.

Granülden Üretim

Şirket satın aldığı granül halindeki hammaddeler tamamen fabrikasında bulunan pnömomatik sistemlerden (Hava basıncı ile çalışan ve borular vasıtasıyla taşıma yapan sistem) geçirilerek enjeksiyon ve ekstrüzyon makinelerinde yan mamuller üretir ve bu yan mamuller tesis içerisindeki montaj hatlarında son ürün haline getirilir. Ürünler ürettiği hatta ait olan paketleme makinelerinde paketlenerek kolilenir. Öte yandan, ürünler steril olarak satışa sunuluyor ise ürünler yine kendisine ait olan ve kendi üretim tesisi içinde yer alan sterilizasyon ünitesinde steril edilir.

Lojistik Avantaj

Şirket'in üretim tesisi ülkemizin üçüncü büyük limanı olan İzmir limanına çok yakın bir konumda yer almaktadır. Ayrıca başta Avrupa ülkeleri olmak üzere pek çok ülkeye yapılacak olan ihracat işlemleri minimum transfer masrafıyla çok büyük kolaylık ve etkinlikle yapılabilmektedir.

Düşük İşçilik Maliyeti

Ülkemizde işçilik maliyetlerinin özellikle Avrupa ve Amerika'ya kıyasla daha uygun olması Şirket ürünlerini yabancı müşteriler nezdinde daha rekabetçi ve popüler hale getirmektedir.

Global Markalar İçin Üretim Yapmak

Şirket dünyanın önde gelen anestezi cihazı, ventilatör cihazı ve infüzyon pompası üreticileri için uzun yıllardır giderek artan siparişleri karşılamak için üretim yapmaktadır. Üretim yapılan firma sayısı yıldan yıla artmaktadır. Bu da hem istikrarlı ve sürdürülebilir bir iş akışının yanında güçlü bir nakit akışının da temelini oluşturmaktadır. Ayrıca birçok ülkede ürün tescilleri bulunan bu müşteriler tarafından Şirket nezdinde her yıl gerçekleştirilen detaylı denetimler, Şirket'in mevzuat gerekliliklerini daha hızlı ve daha detaylı olarak karşılayabilmesini ve elde edilen bilginin sadece ilgili ürün grubuna değil tüm üretime yansıtılmasını sağlamaktadır.

Ihracat Performansı ve Dış Pazarlarda Büyüme Potansiyeli

Üretim yapılan firma sayısı yıldan yıla artmaktadır. Şirket dünyanın dört bir yanında katıldığı uluslararası fuar ve kongrelerde her yıl başarılı yeni iş ortaklıklarına imza atmaktadır. Üretilen ürünlerin kalitesi ile ihracat süreçlerindeki tecrübeleri sayesinde ve mevcut müşterilerin olumlu referanslarıyla her yıl portföye yeni müşteriler katılmaktadır.

AR-GE Birimi ve Çalışmaları

Şirket'in T.C. Sanayi Bakanlığı tarafından onaylı Ar-Ge Biriminde çok sayıda deneyimli Ar-Ge mühendisi yer almaktadır. Şirket bu yapısı sayesinde ürün geliştirme konusunda hızlı ve esnek bir kabiliyete sahiptir. Üretimde oluşabilecek problemlere ise en kısa sürede en etkin çözüm sunulmaktadır.



 Gedik Yatırım

 Menkul Değerler A.Ş.

Üretimde Toplam Kalite Yönetim Sistemi – MDR'a Hazır Altyapı

Şirket'in kalite güvence departmanında görevli çok sayıda kalite güvence mühendisi sürekli olarak Şirket'in uymakla yükümlü olduğu düzenlemelere uygunluğunu denetlemenin yanında mevcutta ve gelecekte karşılanması gereken tüm standartlar için gerekli çalışmaları büyük bir titizlikle takip ederek; personelin bu konularda bilgi edinmesini sağlamak için eğitimler düzenlemektedir. Kalite Yönetim Sistemi ve mevzuata uygunluk çalışmaları, her türlü yazılım ve uygulama alt yapılarına sahiptir. Böylelikle Şirket yakın gelecekte uygulamaya konacak olan MDR (Medical Device Regulation – Tıbbi Cihaz Yönetmeliği) düzenlemeleri için hazır hale getirilmiştir.

Bilişim Teknolojileri Altyapısı

Şirket bünyesinde görevli bilişim teknolojileri uzmanları ile Şirket'in tüm data ve yazılımları güvenli bir şekilde korunmakta ve siber saldırılardan etkilenmemektedir. Bununla birlikte bilişim kadrosu Şirket'in üretim ve yönetimde ihtiyaç duyduğu yazılımları Şirket için özel olarak yazarak rekabette daha güçlü hale gelmesini sağlamaktadır.

Devlet Destekleri

Şirket'in sahip olduğu devlet destekleri hem Ar-Ge çalışmaları için yeni kaynaklar yarattığı için ürün gelişimine ivme kazandırmakta hem de rekabetçi yapısına katkıda bulunmaktadır.

Temiz Odalar

Dünyada birçok tesiste makinaların gövdesi temiz oda dışına yerleştirilip sadece ürünün çıktığı kısım temiz odaya alınabilmektedir. Şirkette ise olumlu bir uygulama olarak plastik parçaların üretildiği enjeksiyon ve hortum yapımında kullanılan ekstrüzyon makine hatlarının tamamı temiz odaların içerisinde yer verilmektedir.

Meditera tesisinde yer alan temiz odaların tamamı, daha önce bahsedildiği üzere, TS EN ISO 14644-1 "Temiz odalar ve bunlarla ilgili kontrollü ortamlar" standardının Sınıf 8 şartlarını karşılamaktadır. Bu standart, temiz oda olarak nitelendirilen ve alanların kurulumu, çalıştırılması ve kontrolü hakkında kuralları belirleyen uluslararası alanda kabul görmüş bir standarttır. Yıllık olarak yapılan validasyonlar ve ayrıca yıl içerisinde ara kontroller ile standartta talep edilen partikül boyut ve yoğunluğu kontrol altında tutulmaktadır.

Öte yandan, Şirket'in fabrikasında Arburg Enjeksiyon Makineleri ve çeşitli türde hortum çekebilen ekstrüzyon hattı mevcuttur. Her ürün grubunun kendine ait paketlenme hattı bulunmakta ve tıbbi malzeme iyi üretim uygulamaları çerçevesinde hammaddeden bitmiş ürüne doğru gereken akış tam olarak sağlanmaktadır.

3.5 Meditera'nın Faaliyet Gösterdiği Sektör ve Pazarlardaki Dezavantajları

Global Markalarla Rekabet

Şirket Dünya pazarında daha geniş satış pazarlama ağına sahip rakiplerle globalde rekabet etmek durumundadır. Ventilator, anestezi cihazı, infüzyon pompası gibi sarf malzeme tüketen cihazları da kendi markaları ile üreten firmalar daha fazla müşteriye ulaşma imkanına sahiptirler.

Ürün portföyünün genişletilmesinin önündeki bir engel olarak global üreticilerin patenti ürünleri sayılabilir.

Hammaddelerin Yurtdışından Temin Edilmesi

Şirket tarafından üretilen ürünlerde kullanılabilecek nitelikte granül hammadde ve mamüller ancak yurtdışından temin edilebilmektedir. Döviz karşılığı temin edilebilen bu hammaddeler kur ve fiyat dalgalanmaları nedeniyle dezavantaj yaratmaktadır.

Ayrıca tıbbi malzemelerin uymak zorunda olduğu biyoyumluluk, paketlenme ve sterilizasyon mevzuatları nedeniyle kullanılan hammaddeler ve bitmiş ürünler üzerinde birçok yüksek maliyetli testler yapılmaktadır. Herhangi bir hammadde değişikliği durumunda tekrar edilmesi ya da gerekçelendirilmesi ve yetkili belgelendirme kuruluşundan izin alınması zorunluluğu bulunmaktadır. Bu nedenle tedarikçi değişimi çok masraflı olduğu gibi alternatif tedarikçi bulunması da aynı nedenlerle pek mümkün olamamaktadır.

Dolayısıyla tedarikçilerin zamanında teslimat yapamaması ve tedarikçilerinin sermaye yapılarındaki değişiklikler Şirket'in faaliyetlerini etkileyecektir.



 Gedik Yatırım

 Menkul Değerler A.Ş.

4. Değerleme Çalışması

4.1. Değerleme Çalışmasına İlişkin Beyan

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının, SPK'nın Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1) ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Etik İlkeler:

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Gedik Yatırım, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Gedik Yatırım, müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket etmiştir.
- Görev, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporla kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Gedik Yatırım, değerlendirme çalışmasındaki analizlerin doğru ve güvenilir olduğunu beyan etmektedir.

4.2. Değerlemeye İlişkin Veri Kaynakları, Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Şartlar

Veri Kaynakları

Değerlendirmemizde kullanılan veriler, Şirket adına HSY Danışmanlık ve Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından 31.12.2018, 31.12.2019 ve 31.12.2020 için hazırlanan özel amaçlı bağımsız denetim raporu, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Şirket yönetiminin 2021-2030 yılları pro forma finansal tahminleri ve Gedik Yatırım'ın bulguları ve tahminlerine dayanmaktadır.

Genel Varsayımlar

Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler, makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır. Bununla birlikte, genel varsayımlar da aşağıdaki gibi sıralanmıştır:

- Şirket'in faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyecek İzahname'de yer alan risklerin Şirket'in geçmişinde tekrarlanan türde olmaması nedeniyle projeksiyon döneminde de Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği,
- Şirket'in yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişikliğin olmayacağı,
- Türkiye ve Şirket'in faaliyetlerini etkileyebilecek diğer ülke ekonomilerinde ciddi dalgalanmaların yaşanmayacağı.

Sınırlayıcı Şartlar

Gedik Yatırım, değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Gedik Yatırım, değerlendirme çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, Gedik Yatırım elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını taahhüt edememektedir.



 Gedik Yatırım

 Menkul Değerler A.Ş.

Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotları) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Ayrıca, Şirket tarafından sağlanan veya Gedik Yatırım tarafından geçmiş yılların finansal performansına ilişkin Şirket yönetimi ile görüşülerek yapılan analizler neticesindeki tüm tahminler (projeksiyon verileri) Gedik Yatırım değerlendirme ekibinin sorgusundan geçmiştir. Bu sorgulama neticesinde en iyi gayret ile oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmekle birlikte tam olarak doğruluğu veya kesinliğini tespit etmek mümkün değildir. Şirket'in rekabet ettiği pazar ve ürüne ilişkin bağımsız bir kuruluş tarafından gerçekleştirilmiş bir ticari incelemesi raporu bulunmamaktadır.

Dolayısıyla, verilen tahminleri bağımsız bir rapor ile kıyaslamak mümkün değildir. Gedik Yatırım olarak, Şirket'in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakar bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.

Yatırımcıların nihai yatırım kararlarını vermeden önce mutlaka SPK tarafından onaylanan İzahnamenin okunması ve özellikle 5 no.lu Risk Faktörleri bölümüne dikkate edilmesi tavsiye edilmektedir.

Gayrimenkul Değerlemesine İlişkin Değerlendirme

Değerleme çalışması maddi duran varlıktaki gayrimenkullerin veya yatırım amaçlı gayrimenkullerin değer artışlarının herhangi bir pozitif etkisi olmayacak şekilde yapılmıştır.

4.3. Değerleme Proje Ekibi

Proje Ekibi: Konusunda uzman çalışma ekibi, Gedik Yatırım Kurumsal Finansman departmanı Genel Müdür Yardımcısı Sn. Arda Alataş tarafından yönetilmiştir. Ekip lideri, SPK mevzuatları uyarınca hazırlanan bu raporu hazırlayabilmek için gerekli kalite, ehliyet ve 15 yıllık tecrübeye sahiptir.

Arda Alataş, Gedik Yatırım Kurumsal Finansman'dan sorumlu Genel Müdür Yardımcısı, aracı kurumların ve bankaların kurumsal finansman ekiplerindeki 15 yıllık deneyiminde, yerli ve yabancı çok sayıda şirketin birleşme ve devralma projelerinde finansal danışmanlık vermiş ve birçok halka arz projesinde çalışmıştır. Özelleştirmeler konusunda da deneyimli olan Arda Alataş, EÜAŞ santrallerinin özelleştirilmesi projesinde toplamda 8,7 milyar ABD doları ve 6,2 milyar TL değerinde 25 ihalenin sağlıklı bir şekilde sonuçlanmasında Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'na finansal ve stratejik danışmanlık hizmeti vermiştir. Gedik Yatırım'daki görevi esnasında 4 halka arzın başarıyla tamamlanmasında görev almıştır. Arda Alataş, İstanbul Teknik Üniversitesi'nde Metalurji Mühendisliği Lisans ve Koç Üniversitesi'nde İşletme Yüksek Lisans mezunudur. (SPL Düzey 3 lisans, sicil no.23736)

5. Değerleme Analizi

5.1 Değerlemede Kullanılan Yöntemler

Şirket'in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

1. **Pazar Yaklaşımı:** Çarpan Analizi
2. **Gelir Yaklaşımı:** İNA Analizi

İNA Analizi yöntemi, birçok varsayıma dayanarak şirketin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirket spesifik riskleri de barındırarak etraflı bir değerlendirme imkanı sunar.

Çarpan Analizi yöntemi ise borsada işlem gören benzer şirketlerin güncel değerleriyle kıyaslama imkanı vererek, bir çok varsayıma bağlı yapılan İNA Analizi yöntemini teyit edici özellik taşır.

Bu kapsamda, sektörün ve Şirket'in spesifik özelliklerine uygun olarak seçilen ve uluslararası kabul görmüş olan bu iki yöntemin Şirket'in değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatindeyiz.

5.2 Çarpan Analizi

Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Bu yöntem etkin işleyen ve spekülasyonun yapılmadığı durumlarda hisselerin rayiç değerlerinin, ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır.

Yurtiçi benzer şirketler olarak aynı sektörde faaliyet gösteren iki şirketin 31.12.2020 verileri dikkate alınmıştır. Yurtiçi



 Gedik Yatırım

 Menkul Değerler A.Ş.

çarpan analizinde, yurtiçi benzer şirket sayısının az olması nedeniyle ve yurt içindeki yatırımcıların BİST'te işlem gören şirketleri değerledikleri seviyeyi de dikkate almak ve mümkün olduğunca geniş bir veri setini dikkate almak amacıyla BİST-Yıldız Pazar'da işlem gören finansal hizmetler, holding, spor kulüpleri ve gayrimenkul sektörleri dışındaki şirketlerin 31.12.2020 verileri de dikkate alınmıştır.

BİST 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. Ayrıca, çarpan analizine yurtdışı seçilmiş benzer şirketlerin de 31.12.2020 verileri dahil edilmiştir.

Çarpan analizinin tamamında Firma Değeri / Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK) çarpanının medyanı dikkate alınmıştır.

FD/FAVÖK yöntemi, uluslararası kabul görmüş olması, ulusal / uluslararası piyasalarda değerlendirme çalışmalarında sıkça tercih edilmesi ve esas olarak aynı sektörde faaliyet gösteren ancak farklı borç/sermaye oranlarına sahip firmaların operasyonel performanslarının adil koşullarda değerlendirilebilmesi açısından tercih edilmiştir. Diğer sıklıkla kullanılan yöntemlerden FD/Satışlar, şirketin operasyonel performansını ve karlılığını ölçümlemede eksik kalırken, F/K ise, bir sefere mahsus ve operasyonel olmayan gelir/giderleri içermesi ve firmaların değişken sermaye yapılarını yeteri kadar dikkate almadığı değerlendirilmektedir. Sonuç olarak BİST-Yıldız Pazar, yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketler ile yapılan çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanının kullanılması uygun bulunmuştur.

Şirket'in 31.12.2020 tarihli bilançosundaki net finansal borç ve 2021 yılı tahmini FAVÖK değeri çarpan analizinde kullanılmıştır:

- Kısa vadeli ve uzun vadeli finansal borçlardan nakit ve nakit benzerleri ile kısa vadeli finansal varlıklar çıkarıldığında Şirket'in 31.12.2020 itibarıyla net nakdi 11.141.797 TL olarak hesaplanmıştır.
- Şirket'in 01.01.2020-31.12.2020 dönemi için FAVÖK'ü 104.394.860 TL olarak hesaplanmıştır. Ancak, solunum sistemleri ürün grubunda normalizasyona bağlı yaşanması projekte edilen küçülmeye paralel olarak Şirket'in 2021 yılı için FAVÖK değeri 87.112.012 TL olarak tahmin edilmektedir. Bu doğrultuda, çarpan analizinde muhafazakar bir bakış açısıyla 2021 tahmini FAVÖK değeri dikkate alınmıştır. (FAVÖK = Brüt Kar – Faaliyet Giderleri – Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler altında takip edilen ARGE giderleri)

5.2.1 Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri

Seçilmiş yurtdışı benzer şirketler aşağıdaki tabloda sıralanmıştır. Medikal malzeme sektöründe faaliyetleri olan 50 şirketten oluşan geniş bir listeden yararlanılmış olup, anlamlı sonuç vermeyen ve iş modeli olarak benzemediği değerlendirilen şirketler elenmiş ve benzer şirket olarak aşağıdaki 15 şirket seçilmiştir. 15 şirketin 3'ü aykırı değerlere sahip olduğundan analiz dışında tutulmuştur. Aykırı değer olarak FD/FAVÖK çarpanı alt limiti 0x, üst limiti ise 25x olarak dikkate alınmıştır. Aşağıda detayları verilen söz konusu şirketlerin yerel para birimlerine göre FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı alınarak yurtdışı benzer şirketler FD/FAVÖK çarpanı hesaplanmıştır.

Yurtdışı Benzer Şirketler	Hisse Kodu	Faaliyet konusu	Piyasa Değeri (USD, m\$)	Para Birimi	Piyasa Değeri (Yerel para birimi, m\$)	Firma Değeri (Yerel para birimi, m\$)	FAVÖK (Yerel para birimi, m\$)	FDFAVÖK
			15.04.2021		15.04.2021	2020	2020	2020
Becton, Dickinson and Company	BDX SW EQUITY	Becton, Dickinson and Company, temel olarak sağlık kurumları, yaşam bilim araştırmacıları, tıbbi laboratuvarlar, ilaç endüstrisi ve halk tarafından kullanılan tıbbi cihazların ve sistemlerinin geliştirilmesi, üretimi ve satış ile uğraşan küresel bir tıbbi teknoloji şirkettir.	76.834	CHF	70.725	91.398	4.498	20,3x
Baxter International Inc.	BAX US EQUITY	Baxter International Inc. hemofili, bağışıklık bozuklukları, bulaşıcı hastalıklar, böbrek hastalığı, travma ve diğer kronik ve akut tıbbi durumlara ilgili ürünler ve teknolojiler geliştirir, üretir ve pazarlar. Şirketin ürünleri hastaneler, böbrek diyaliz merkezleri, huzurevi, rehabilitasyon merkezleri, doktor muayenehaneleri ve araştırma laboratuvarlarında kullanılmaktadır.	42.809	USD	42.809	48.506	2.439	15,1x
Teleflex Incorporated	TFX US EQUITY	Teleflex Incorporated, küresel bir tıbbi teknoloji ürünü tedarikçisidir. Şirket, öncelikle olarak yoğun bakım ve cerrahi uygulamalarda yaygın teşhis ve tedavi prosedürleri için hastaneler ve sağlık hizmeti sağlayıcıları tarafından kullanılan tek kullanımlık tıbbi cihazları geliştirir, üretir ve tedarik eder.	19.957	USD	19.957	22.371	660	94,4x
Getinge AB	GETB SS EQUITY	1904 yılında kurulan Getinge, hastanelere ve yaşam bilim kurumlarına tıbbi sonuçları iyileştirmeyi ve iş akışlarını optimize etmeyi amaçlayan ürünler ve çözümler sağlar. Şirket, yoğun bakım ve ameliyathaneler için ürünler ve çözümler sunmaktadır. Getinge ürünleri 130'ten fazla ülkede satılmaktadır.	8.322	SEK	8.322	74.894	7.252	10,3x
ICU Medical, Inc.	ICU US EQUITY	ICU Medical, Inc., intravenöz (IV) tedavi uygulamalarında kullanılmak üzere tek kullanımlık tıbbi bağlama sistemleri geliştirir, üretir ve pazarlar. Şirketin ürünleri, serum hatlarının yanlışlıkla keşilmesini önlemek ve sağlık çalışanları ve hastaları Hepati B ve AIDS (HBV) gibi bulaşıcı hastalıklardan korunmak için tasarlanmıştır.	4.357	USD	4.357	4.042	195	20,7x
Merit Medical Systems, Inc.	MMSI US EQUITY	Merit Medical Systems, Inc., dagnostik, girişimsel kardiyoloji ve radyolojik prosedürlerinde kullanılan ürünleri üretir ve pazarlar. Şirketin başlıca ürünleri arasında infüzyon cihazları, klavuz kateterler, trombolitik kateterler, sıvı dağıtım sistemleri ve anjiyografi aksesuarları bulunur. Merit ürünleri dünya çapında satılmaktadır.	3.419	USD	3.419	3.795	93	44,8x
Atrion Corporation	ATRI US EQUITY	Atrion Corporation, yan kuruluşları aracılığıyla tıbbi ürünleri ve bileşenleri tasarlar, geliştirir, üretir, pazarlar, satır ve dağıtır. Şirketin ürünleri oftalmik, tanı ve kardiyovasküler prosedürlerde kullanılmaktadır. Atrion ürünlerinin sağlık kuruluşlarına pazarlama, satış ve dağıtımını gerçekleştirmektedir.	1.180	USD	1.180	1.190	47	24,5x
Retractable Technologies, Inc.	RVP US EQUITY	Retractable Technologies, Inc., sağlık sektörü için güvenlik işaretleri tasarlar, geliştirir, üretir ve pazarlar. Şirketin VarianPoint ürünleri, işne batması yaralanmalarını önlemek ve yeniden kullanım önlemek için özel olarak tasarlanmıştır. Retractable Technologies, ürünlerini Amerika Birleşik Devletlerinde distribütörleri aracılığıyla dağıtımını gerçekleştirmektedir.	369	USD	369	361	25	14,0x
Biotique Corporation	4107 TT EQUITY	Biotique Corporation, tek kullanımlık tıbbi ürünler üretir ve pazarlar. Şirketin ürünleri arasında hemodiyaliz kan hattı setleri, AV (arteriyovenöz) fistül (şneler), V (intravenöz) infüzyon torbaları, V infüzyon setleri, drenaj torbaları, hassas infüzyon setleri, cerrahi drenaj tüpleri, tıbbi kateterler bulunmaktadır.	315	TWD	8.913	7.857	718	10,8x
Sewoon Medical Co., Ltd	100700 KS EQUITY	Sewoon Medical Co., Ltd., elektrikli cerrahi operasyon ekipmanları ve tıbbi ilaç enjektörleri gibi tıbbi ürünler üretmektedir. Başlıca ürünler hastanelerde kullanılan yara drenaj sistemi, kateterler ve tüplerdir. Şirket ayrıca bazı tıbbi ürünlerin ticaretini yapmada ve ürünlerini yurtdışına ihraç etmektedir.	214	KRW	238.710	231.744	18.072	12,8x
MBICS Co., Ltd	058110 KS EQUITY	MBICS Co., Ltd., esas olarak kritik hastalar için kullanılan tıbbi cihazları tasarlar ve üretir. Şirketin ürünleri arasında ventilatörler ve hasta izleme sistemleri bulunmaktadır.	243	KRW	271.294	283.620	32.420	8,7x
Drägerwerk AG & Co. KGaA	DRW3 GR EQUITY	Drägerwerk AG & Co. KGaA tıbbi, güvenlik ve havacılık ekipmanları üretmektedir. Şirket, ventilatörler, izleme ekipmanları, tıbbi kuvvetler, anestezi makineleri, cerrahi ışıklar, servis ekipmanları, evde bakım ekipmanları, endüstriyel güvenli solunum sistemleri, madencilik ve yangın söndürme sistemleri, uçak mürettebatı ve yolcu oksijen sistemleri üretmektedir.	1.597	EUR	1.333	1.543	547	2,8x
Pacific Hospital Supply Co., Ltd	4125 TT EQUITY	Pacific Hospital Supply Co., Ltd. tıbbi malzeme ve ekipman üretir ve pazarlar. Şirketin ürünleri arasında tıbbi boru sistemleri, idrar torbaları, yara drenaj sistemleri, basınç göstergeleri vb. yer alır. Pacific Hospital Supply ayrıca tıbbi ekipman mühendislik hizmetleri de sağlar.	188	TWD	5.314	5.503	611	5,2x
CONMED CORP	CMND US Equity	CONMED Corporation, kalp izleme için aritrokapı, elektrikli cerrahi aletler, elektrocerrahi sistemleri ve EKG elektrotlarında uzmanlaşmıştır. CONMED, dünya çapında müşterilere hizmet vermektedir.	3.790	USD	3.790	4.567	119	38,8x
HILL-ROM HOLDINGS INC	HRC US Equity	Hill-Rom Holdings, Inc. sağlık sektörü için ekipman üretmektedir. Şirket, hastane yatakları, şifeler, sedyeler, mobilyalar ve hastane baki teknolojisi sistemlerinin yanı sıra yara, dolaşım ve akciğer tedavi ürünleri sunmaktadır.	7.559	USD	7.559	9.139	893	15,4x
Ortalama								18,8x
Medyan								15,4x
Ortalama (aykırı değerler elenmiş)								14,1x
Medyan (aykırı değerler elenmiş)								13,4x

Buna göre, Şirket'in özsermaye değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

ÇARPANLAR ANALİZİ SONUCU	Sonuç
Yurtdışı Benzer Şirket 2020 Yılı Medyanı	
FD/FAVÖK Çarpanı (x)	13,4
2021 Yılı FAVÖK (TL)	87.112.012
Firma Değeri (TL)	1.170.176.930
2020 Yılı Net Borç / (Net Nakit) (TL)	(11.141.797)
Özsermaye Değeri (TL)	1.181.318.727
Pay Başına Değer	43,75
Özsermaye Değeri	1.181.318.727
Pay Başına Değer	43,75

Not: Çarpan rakamlarının küsuratı bulunmamaktadır ve gösterimsel olarak virgülden sonra birinci basamağa yuvarlanmıştır.

Kaynak: Bloomberg Terminali (15.04.2021)

5.2.2 Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri

Yurtdışı benzer şirket çarpanı olarak BIST'te faaliyet gösteren üç şirketin verilerinden yararlanılmıştır. Türk İlaç'ın FD/FAVÖK çarpanınının 25x üzerinde olması nedeniyle değerlendirme çalışmasında sağlıklı bir sonuç vermeyeceği düşüncesiyle çalışmanın tamamına hakim olan muhafazakar bakış açısı nedeniyle dikkate alınmamıştır. Öte yandan sağlık sektöründe faaliyet gösteren payları Borsa'da işlem gören diğer şirketlerin iş modelinin ve faaliyet konularının farklı olması nedeniyle değerlendirme dışı tutulmuştur (Eis Eczacıbaşı İlaç, Selçuk Ecza Deposu, Medical Park ve Lokman Hekim). Aşağıda sıralanan Deva Holding ve RTA Laboratuvarlar şirketlerinin FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı alınarak Yurtdışı Benzer Şirket FD/FAVÖK çarpanı hesaplanmıştır.

TL	Piyasa Değeri	Firma Değeri	FAVÖK	FD/FAVÖK
Deva Holding	5.900.568.990	6.384.825.564	677.355.034	9,4
RTA Laboratuvarlar	1.068.460.000	1.073.565.082	76.037.236	14,1
Türk İlaç ve Serum	3.082.000.000	3.210.281.146	78.519.757	40,9
Ortalama				21,5
Medyan				14,1
Ortalama (aykırı değerler elenmiş)				11,8
Medyan (aykırı değerler elenmiş)				11,8

Buna göre, Şirket'in özsermaye değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

ÇARPANLAR ANALİZİ SONUCU	Sonuç
Yurtdışı Benzer Şirket 2020 Yılı Medyanı	
FD/FAVÖK Çarpanı (x)	11,8
2021 Yılı FAVÖK (TL)	87.112.012
Firma Değeri (TL)	1.025.528.447
2020 Yılı Net Borç / (Net Nakit) (TL)	(11.141.797)
Özsermaye Değeri (TL)	1.036.670.244
Pay Başına Değer	38,40
Özsermaye Değeri	1.036.670.244
Pay Başına Değer	38,40

Not: Çarpan rakamlarının küsuratı bulunmamaktadır ve gösterimsel olarak virgülden sonra birinci basamağa yuvarlanmıştır.

Kaynak: Fintel (15.04.2021)

5.2.3 Yurtdışı BİST-Yıldız Pazar Çarpan Değerleri

Toplam 148 adet BİST-Yıldız Pazar şirketinden, finansal hizmetler, holding, spor kulüpleri ve gayrimenkul sektörlerinde faaliyet gösteren şirketler hariç toplam 100 şirketin FD/FAVÖK çarpanınının medyanı alınarak Yurtdışı

GedikYatırım
Menkul Değerler A.Ş.

BİST-Yıldız Pazar FD/FAVÖK çarpanı hesaplanmıştır. Buna göre, Şirket'in özsermaye değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

ÇARPANLAR ANALİZİ SONUCU	Sonuç
Yurtiçi Yıldız Pazar Endeksi 2020 Yılı Medyanı	
FD/FAVÖK Çarpanı (x)	11,0
2021 Yılı FAVÖK (TL)	87.112.012
Firma Değeri (TL)	955.200.484
2020 Yılı Net Borç / (Net Nakit) (TL)	(11.141.797)
Özsermaye Değeri (TL)	966.342.281
Pay Başına Değer	35,79
Özsermaye Değeri	966.342.281
Pay Başına Değer	35,79

Not: Çarpan rakamlarının küsuratı bulunmaktadır ve gösterimsel olarak virgülden sonra birinci basamağa yuvarlanmıştır.

Kaynak: Finnet (15.04.2021)

5.2.4 Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Yurtdışı benzer şirketler, Yurtiçi benzer şirketler ve BİST-Yıldız Pazar şirketlerinin FD/FAVÖK çarpanlarının medyanına göre hesaplanan özsermaye değerleri, Şirket'in yurtdışı satışlarının toplam satışlar içindeki payının %50'nin biraz üzerinde olması nedeniyle Şirket'in iş modelinin ihracat pazarlarını da kapsadığı değerlendirilmiştir. Bu doğrultuda, yurt dışı benzer şirketler %50 olarak, yurt içi şirketler ise yurtiçi benzer şirket sayısının olması ve sadece yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlere göre analiz yapılmasının uygun görülmemesi ve çalışmanın geneline hakim ihtiyatlı bakış açısı ile yatırımcıların hem borsa şirketlerinin piyasa değerlerinin göstergesi olabilecek etkiyi hem de Şirket ile benzer olduğu değerlendirilen şirketlerin Borsa performansını dikkate alarak yurt içi benzer ve BİST-Yıldız Pazar şirketleri olarak eşit ağırlıklandırılmak suretiyle aşağıdaki şekilde hesaplanmış ve ağırlıklandırılmış özsermaye değeri çarpan analizine göre 1.091.412.494 TL olarak hesaplanmıştır. Pay başına değer ise 40,42 TL'ye tekabül etmektedir.

ÇARPANLAR ANALİZİ SONUCU	Ağırlık	Sonuç
Yurtdışı Benzer Şirket 2020 Yılı Medyanı		
Özsermaye Değeri	50%	1.181.318.727
Pay Başına Değer		43,75
Yurtiçi Benzer Şirket 2020 Yılı Medyanı		
Özsermaye Değeri	25%	1.036.670.244
Pay Başına Değer		38,40
Yurtiçi Yıldız Pazar Endeksi 2020 Yılı Medyanı		
Özsermaye Değeri	25%	966.342.281
Pay Başına Değer		35,79
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	100%	1.091.412.494
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer		40,42

5.3 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

5.3.1 Varsayımlar

İNA Analizi, bir şirketin serbest nakit akımı üretme yeteneği üzerinden yapılan bir değerlendirme yöntemi olup bu serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesi ve nakit pozisyonun da eklenmesi ile oluşan değeri, şirketin özsermaye değeri olarak kabul eder.

İNA metodunda 10 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Şirket yönetiminin beklentileri ve Gedik Yatırım'ın tahminleri doğrultusunda geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2021-2030 yılları için projekte edilmiştir.

Değerleme modelinde kullanılan enflasyon beklentisi konusunda Gedik Yatırım Ekonomik Araştırmalar Biriminin öngörülerini faaliyet giderlerinin tahminlenmesinde dikkate alınmış, hasılatla ise döviz kuru öngörüsü yine ihtiyatlı bir bakış açısıyla Gedik Yatırım Ekonomik Araştırmalar Biriminin öngörülerini yerine Şirketin düşük kur beklentileri



kullanılarak TL çevrimleri yapılmıştır. Diğer bir deyişle Gedik Yatırım Ekonomik Araştırmalar Biriminin Şirket öngörülerine göre yüksek olan enflasyon ve kur beklentisi etkisi TL cinsinden hasılat projeksiyonlarında dikkate alınmamış, sadece faaliyet giderlerinde dikkate alınmıştır.

GEDİK EKONOMİK ARAŞTIRMALAR	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
USD/TL Ortalama	8,50	9,76	10,28	10,65	11,15	11,77	12,52	13,29	14,08	14,81
EUR/TL Ortalama	9,96	11,22	11,62	12,03	12,60	13,30	14,15	15,02	15,91	16,74
TR TÜFE Yılsonu	16,0%	11,5%	9,3%	8,0%	7,5%	7,5%	7,5%	7,0%	7,0%	6,5%
TR TÜFE Ortalama	17,2%	13,6%	10,3%	8,7%	7,8%	7,5%	7,5%	7,3%	7,0%	6,8%

5.3.2 Gelir Tablosu Projeksiyonu

Satışların Projeksiyonu

Şirket'in satış projeksiyonları 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. Satış projeksiyonları yıllık bazda ve 2021-2030 yılları için tahmin edilmiştir.

(milyon TL)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Net Satışlar	199,4	232,1	359,3	363,8	454,0	528,0	609,9	708,9	816,0	937,5	1.071,5	1.217,8	1.376,3
Solunum sistemleri	72,4	93,1	191,2	162,4	203,1	235,2	272,5	315,7	365,7	423,6	490,8	568,5	658,6
İnfüzyon pompa setleri	43,8	47,3	58,1	64,7	71,1	77,9	84,5	91,4	97,8	103,8	109,0	113,5	117,0
İnfüzyon setleri	10,2	16,1	40,5	55,6	85,4	108,9	131,0	162,1	196,6	233,5	271,4	308,8	343,6
Onkoloji	37,5	32,3	38,1	43,7	48,5	53,0	57,3	61,9	66,9	72,3	78,2	84,5	91,3
Diagnostik	27,2	34,2	24,2	26,1	28,9	31,6	34,4	37,8	41,5	45,5	49,9	54,8	60,2
Ameliyat ipliği	3,9	4,2	5,4	9,6	13,6	18,2	26,0	32,6	40,4	49,7	60,6	73,4	88,1
Hastane ürünleri	4,5	4,8	1,8	1,8	2,4	3,1	4,1	5,4	7,1	9,1	11,5	14,3	17,6

2020 yılında Covid-19 salgınının etkisi ile yoğun bakım servislerinin özellikle Şirket'in ana pazarları olan Türkiye ve Avrupa'da solunum sistemleri ürünlerine ihtiyacının artmasıyla Şirket'in bu kategorideki satışları artmıştır. 2021 yılında bu satışların normalize olması ve 2021 sonrasında Covid-19 etkisinden arındırılmış olarak büyümenin devamı tahmin edilmiştir. Öte yandan 2020 yılında Şirket'in Covid-19 etkisiyle solunum sistemleri ürünlerine yönelik yeni müşteri kazanımları olmuştur, ancak bu kazanımların muhafazakar bakış açısıyla projeksiyon dönemine yansımayaacağı varsayılmıştır. 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.

İnfüzyon setlerindeki büyüme ise ağırlıklı olarak uzun süreli ticari ilişkinin devam ettiği Q-Core (Eitan 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 teknoloji 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.

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, Şirket'in 2020-2030 yıllık bileşik ciro büyümesi nominal olarak %14,4 olup, bu büyüme enflasyondan arındırılmış olarak reel %4,6 hesaplanmaktadır.

Satışların Maliyeti Projeksiyonu

Şirket'in geçmiş yıllardaki brüt kar marjları dikkate alınarak satışların maliyeti ana ürün grupları bazında 2021-2030 yılları için tahmin edilmiştir.

Sonuç itibarıyla, 2018-2020 arası Şirket'in brüt kar marjları %40 ile %46 arasında gerçekleşirken 2021-2030 projeksiyon döneminde %42 ile %44 arasında olacağı öngörülmüştür.

Gedik Yatırım
Ekonomik Araştırmalar A.Ş.

Faaliyet Giderleri Projeksiyonu

Faaliyet giderlerinin projeksiyonu geçmiş yıllara ait gerçekleştirmeler ve ileriye dönük beklentilere paralel olacak şekilde hesaplamalara dahil edilmiştir.

- 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 (son yıl %6,6), 2021-2030 yılları arası düşük 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 (son yıl %12,8), 2021-2030 yılları arası düşük 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.

Faaliyet Giderleri Dağılımı - TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Faaliyet Giderleri	-77.923.079	-89.587.175	-98.379.279	-107.305.922	-116.524.420	-127.880.513	-140.577.774	-154.596.346	-170.096.920	-187.363.202
% Satışlara Oranı	-21,4%	-19,7%	-18,6%	-17,6%	-16,5%	-15,7%	-15,0%	-14,4%	-14,0%	-13,6%
Genel Yönetim Giderleri	-26.802.078	-30.097.469	-33.100.568	-35.834.384	-38.450.228	-41.413.755	-44.564.332	-47.799.555	-51.101.716	-54.451.894
% Satışlara Oranı	-7,3%	-6,6%	-6,3%	-5,9%	-5,4%	-5,1%	-4,8%	-4,5%	-4,2%	-4,0%
Satış Pazarlama Giderleri	-48.686.936	-56.498.709	-61.980.832	-67.698.153	-74.209.983	-82.312.859	-91.548.062	-101.997.605	-113.879.775	-127.440.960
% Satışlara Oranı	-13,4%	-12,4%	-11,7%	-11,1%	-10,5%	-10,1%	-9,6%	-9,5%	-9,4%	-9,3%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-2.634.066	-2.990.997	-3.297.879	-3.583.386	-3.864.209	-4.153.899	-4.465.441	-4.789.186	-5.124.429	-5.470.328
% Satışlara Oranı	-0,7%	-0,7%	-0,6%	-0,6%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,4%	-0,4%

Gelir Tablosu Projeksiyonu Sonuçları

(TL)	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	199,4	232,1	359,3	363,8	454,0	528,0	609,9	706,9	816,0	937,5	1071,5	1217,8	1376,3
% Büyüme (nominal)		16,4%	54,8%	1,2%	24,8%	16,3%	15,0%	15,9%	15,4%	14,9%	14,3%	13,7%	13,0%
Satışların Maliyeti	112,2	139,8	195,2	211,1	257,0	296,5	341,7	396,0	460,0	530,1	610,6	697,3	791,6
% Satışlara Oranı	56,2%	60,2%	54,3%	58,0%	56,6%	56,2%	56,0%	56,0%	56,4%	56,5%	57,0%	57,3%	57,5%
Brüt Kar	87,3	92,3	164,1	152,7	197,0	231,4	268,2	310,9	356,0	407,4	460,9	520,5	584,7
Brüt Kar Marjı	43,8%	39,8%	45,7%	42,0%	43,4%	43,6%	44,0%	44,0%	43,6%	43,5%	43,0%	42,7%	42,5%
Faaliyet Giderleri (Düzeltilmiş)	-48,5	-59,8	-71,7	-77,9	-89,8	-98,4	-107,3	-116,5	-127,9	-140,8	-154,6	-170,1	-187,4
% Satışlara Oranı	-24,3%	-25,7%	-20,0%	-21,4%	-19,7%	-18,6%	-17,6%	-16,5%	-15,7%	-15,0%	-14,4%	-14,0%	-13,6%
Faaliyet Karı (Düzeltilmiş)	38,8	32,5	92,4	74,8	107,4	133,0	160,9	194,4	228,1	266,9	306,3	350,4	397,3
Faaliyet Kar Marjı	19,4%	14,0%	25,7%	20,6%	23,7%	25,2%	26,4%	27,5%	28,0%	28,5%	28,6%	28,8%	28,9%
Amortisman Gideri	12,2	12,3	12,0	12,3	12,6	11,8	11,1	9,4	9,8	9,9	9,8	9,3	8,6
% Satışlara Oranı	6,13%	5,29%	3,34%	3,36%	2,78%	2,24%	1,81%	1,33%	1,20%	1,06%	0,91%	0,76%	0,62%
FAVÖK (Düzeltilmiş)	51,8	44,8	104,4	87,1	120,9	144,9	171,9	203,8	237,9	276,8	316,1	359,7	405,8
FAVÖK Marjı	25,9%	19,3%	29,1%	23,9%	26,4%	27,4%	28,2%	28,8%	29,2%	29,5%	29,5%	29,5%	29,5%

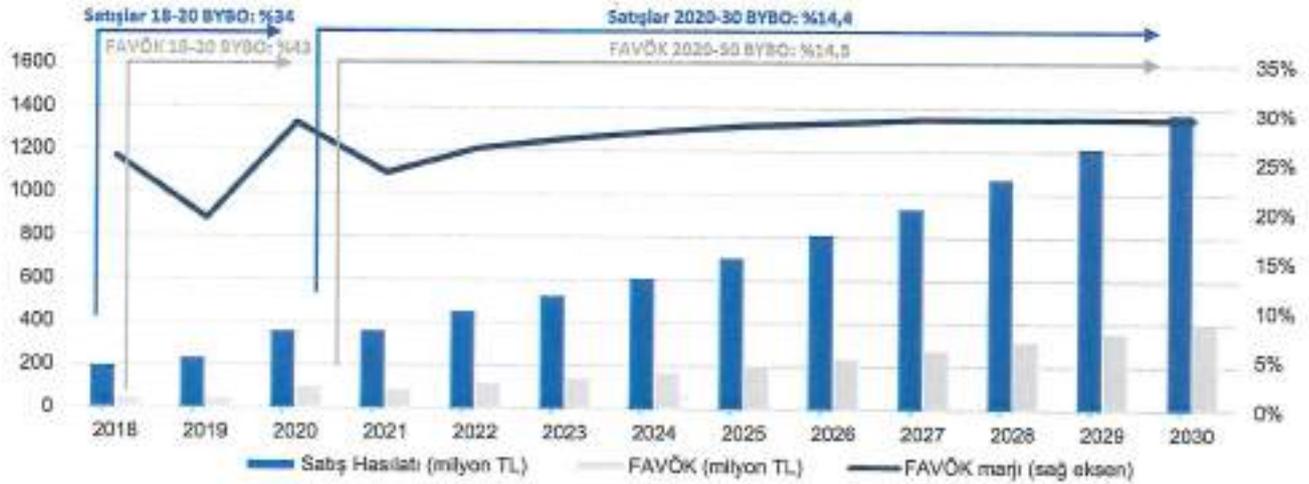
Satışların projeksiyonu bölümünde de açıklandığı üzere, Covid-19 salgını etkisiyle normalin üzerinde satışı olan solunum sistemleri ürün kategorisinde 2021 yılı için bir düzeltme yapılmıştır. Bu doğrultuda, Şirket'in 2019'dan 2020'ye net satışları %54,8 artarken, 2020'den 2021'e %1,2 artış olacağı öngörülmüştür. Böylelikle, 2021 yılı normalize edilmiş baz yıl haline getirilmiştir.

2022 yılında ise solunum sistemleri ürün kategorisindeki büyüme 2018-2019 yılındaki büyüme hızında normalleşeceği, bununla birlikte yine satışların projeksiyonu bölümünde açıklandığı üzere, özellikle ihracat pazarlarında infüzyon setleri ürün kategorisinde büyümenin sağlanacağı öngörülmüştür. Sonuç olarak, özellikle infüzyon setleri ürün kategorisinde artması beklenen satışların etkisiyle 2022 yılında net satışların büyümesinin %24,8 olacağı öngörülmüştür.

Şirket'in 2018-2020 arası net satışları ve FAVÖK'ünün bileşik yıllık büyüme oranı (BYBO) sırasıyla %34 ve %43 iken 2020-2030 yılları arası net satışları ve FAVÖK'ünün BYBO'sunun sırasıyla %14,4 ve %14,5 olacağı öngörülmüştür.

Aşağıda gelir tablosu gerçekleşme ve projeksiyonlarının grafiksel gösterimi yer almaktadır.

Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.



5.3.3 İşletme Sermayesi İhtiyacı

İşletme sermayesinde gözlemlenen değişiklikler ve projeksiyon dönemine ilişkin beklentiler aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

İşletme Sermayesi Tablosu - TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Ticari Alacaklar	125.570.828	164.199.262	199.609.623	240.616.974	290.492.475	335.336.407	385.294.358	440.350.645	500.470.407	565.587.481
Stoklar	53.536.374	65.202.446	75.221.882	86.677.923	100.444.982	116.673.547	134.460.368	154.890.402	176.887.850	200.801.922
Ticari Borçlar	58.400.196	71.127.469	82.057.165	94.054.447	109.572.548	127.275.909	146.679.938	168.972.019	192.981.896	219.048.028
Ticari İşletme Sermayesi - Net	120.705.804	158.274.240	192.774.141	232.740.450	281.364.911	324.734.146	373.065.785	426.275.028	484.494.401	547.340.376
Değişim	18.704.579	37.568.436	34.499.901	39.965.500	48.624.472	43.359.224	48.331.640	53.209.242	58.129.374	62.626.974
Diğer İşletme Sermayesi - Net	11.637.174	14.525.372	16.890.198	19.511.840	22.613.804	26.104.745	29.993.014	34.279.729	38.969.461	44.026.970
Değişim	(2.331.232)	2.898.199	2.364.734	2.621.533	3.102.164	3.490.940	3.888.270	4.285.714	4.680.732	5.069.500
İşletme Sermayesi - Net	132.342.978	172.799.612	209.664.240	252.252.290	303.978.726	350.838.890	403.058.800	460.554.756	523.464.862	591.369.346
Değişim	15.772.247	40.456.634	36.864.635	42.587.042	51.726.626	46.960.165	52.219.910	57.493.657	62.810.106	68.004.494
Ortalama Tahsilat Süresi (gün)	126	132	136	144	150	150	150	150	150	150
Ortalama Stokta Kalma Süresi (gün)	93	93	93	93	93	93	93	93	93	93
Ortalama Borç Ödeme Süresi (gün)	101	101	101	101	101	101	101	101	101	101
Nakit Dönüşüm Süresi (gün)	118	124	130	136	142	142	142	142	142	142

Ticari İşletme Sermayesi 10 yıllık projeksiyon dönemi için tahmin edilirken Şirket'in özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarına göre 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. Şirketin 2020 yılındaki ticari alacaklarına ilişkin yaptığı feragat nedeniyle 109 güne düşen ticari alacak tahsilat süresinin normalize olacağı, bu doğrultuda 2021 yılında satışların yalnızca %1,2 artmasına rağmen 15,8 milyon TL işletme sermayesi ihtiyacı doğacağı varsayılmıştır. Ticari işletme sermayesi ile finansal borçlar ve nakit ve nakit benzerleri dışında kalan dışarıda diğer kısa vadeli varlıklar ve yükümlülüklerin satışa oranının 2021-2030 yılları boyunca 2018-2020 ortalaması olan %3,2 olacağı varsayılmıştır.

Netice olarak net işletme sermayesi değişimi projeksiyon dönemi boyunca hesaplanarak İNA tablosunda kullanılacak ticari işletme sermayesi ihtiyacı yıllık olarak belirlenmiştir.

5.3.4 Yatırım Harcamaları ve Amortisman

Şirket, projeksiyon dönemi boyunca öngördüğü satış hasılatına ulaşmak için 2021-2030 yıllarında ekipman yenileme ve bakım onarım yatırımları öngörmüştür. Bununla birlikte, aynı yıllar için yeni ekipman yatırımı da öngörülmüştür. Bu yatırımların neticesinde Şirket yönetimi öngördüğü büyüme grafiğini yakalayabilecek yatırım ihtiyacı karşılanacağı beyan edilmiştir.

Yatırım Harcamaları - TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Ekipman (yenileme, bakım-onarım)	2.000.000	2.344.300	2.651.966	2.935.089	3.189.188	3.439.118	3.696.940	3.974.211	4.262.341	4.560.705
Ekipman (yeni)	1.000.000	1.186.147	1.347.224	1.557.536	1.804.482	2.083.044	2.393.311	2.735.371	3.108.873	3.513.318
Toplam	3.000.000	3.510.447	4.009.190	4.492.624	4.993.670	5.522.162	6.090.251	6.709.582	7.371.215	8.074.023

Şirket'in mevcut maddi ve maddi olmayan varlıklarının projeksiyon döneminde tükenecek yıllık amortismanlarına yeni

yatırım harcamalarının projeksiyon döneminde 10 yıllık tükenmeye tabi yıllık amortismanları ilave edilerek projeksiyon dönemi boyunca yıllık amortisman giderleri hesaplanmıştır.

Yıllık amortisman tablosu - TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Yeni Yatırımların Amortismanı	-300.000	-661.045	-1.051.964	-1.501.226	-2.000.560	-2.552.609	-3.151.834	-3.832.790	-4.588.914	-5.377.316
Mevcut Amortisman	-12.029.124	-11.972.319	-10.770.942	-9.550.900	-7.420.231	-7.219.332	-6.747.726	-5.944.128	-4.746.350	-3.082.986
Toplam Yıllık Amortisman	-12.329.124	-12.623.364	-11.822.906	-11.052.126	-9.420.824	-9.772.141	-9.969.560	-9.776.921	-9.316.264	-8.470.302

5.3.5 Net Finansal Borç veya Net Nakit

Şirket'in 31.12.2020 itibarıyla net nakdi 11.141.797 TL'dir.

Borçluluk (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Nakit ve Nakit Benzerleri	14.063.189	5.994.068	55.693.932
Kısa Vadeli Finansal Yatırımlar	0	0	0
Toplam Finansal Borçlar	53.257.240	40.868.932	44.652.135
Net Borç veya (Net Nakit)	39.194.051	34.874.864	(11.141.797)
Düzeltilmiş Net Borç / FAVÖK	0,8x	0,8x	(0,1)x

5.3.6 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

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

AOSM	19,28%
Risksiz Getiri Oranı	15,00%
Beta	1,00
Piyasa Risk Primi	5,50%
Ülke Risk Primi	-
Sermaye Maliyeti	20,50%
Özkaynak Oranı	80,00%
Borçlanma Maliyeti	18,00%
Vergi Oranı	20,00%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	14,40%
Borç Oranı	20,00%

Kaynak: Gedik Yatırım varsayımları, Bloomberg Terminali

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında;

- 2018, 2019 ve 2020 yılları itibarıyla bilançoda yer alan finansal borç / özkaynak oranı %49,3 ile %17,0 arasında hareket etmiştir. Şirket'in iş modelinde ilave yatırımların yoğun olmaması itibarıyla hedef özsermaye finansmanının %80 oranında yapılacağı öngörülmüş ve borç oranı %20 alınmıştır.
- Risksiz getiri oranında, Türkiye'deki 10 yıllık TL tahvilin son bir yıllık performansı değerlendirilmiş ve Gedik Yatırım olarak güncel koşullar da dikkate alınarak uzun vadede sürdürülebilir olarak makul görülen %15,00 oranı dikkate alınmıştır.
- Standart modelde kullanılan ve sistematik riski ölçtüğü varsayılan Beta, geçmiş belirli bir periyot için hisse senedi getirileri ile borsa endeksinin getirisinin kovaryansının, borsa getirisinin varyansına bölünmesiyle istatistik olarak hesaplanmaktadır. Borsa endeksinin oluşturduğu tüm hisse senetlerinin getirileri ile borsa endeksinin getirisinin kovaryansı, borsa endeksinin varyansına eşit olduğundan, borsa endeksinin betası da Varyans/Varyans=1 olarak hesaplanmaktadır. Pratikte alternatif yaklaşımlar kurgulanabilmekle birlikte, Şirket'in hisseleri henüz işlem görmeye başlamamış olduğundan ve bu sebeple istatistik olarak hisseye özgü standart Beta hesabı yapılamayacağından, değerlendirme çalışmasında Beta 1 olarak kabul edilmiştir.
- Hisse senedi piyasası risk primi (HSPRP) olarak %5,5 kullanılmıştır. Bu oran, %5-5,5 seviyesindeki gelişmiş pazarlarda kullanılan oranlara göre mufakazakar bir bakış açısıyla dikkate alınmıştır. Referans olması açısından kaynak olarak, New York University Aswath Damodaran'ın dönemsel olarak açıkladığı gelişmiş piyasalar HSPRP Ocak 2021 oranı %4,72'dir.
- Türkiye'deki bir finansal enstrüman olan 10 yıllık tahvil baz alınarak risksiz getiri oranı belirlendiğinden içerisinde ülke riskini barındırdığı değerlendirilmiş ve bu kapsamda ilave bir ülke risk primi mükerrer olacağından dikkate alınmamıştır.

- Borçlanma maliyeti, Şirket'in 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 alınmıştır. Vergi oranı 2021'de %25, 2022'de %23 olup, söz konusu kurumlar vergisi oranı İNA analizinde dikkate alınmış ancak uzun vadeli projeksiyon dönemini kapsayan AOSM hesaplamasında muhafazakar bakış açısıyla kurumlar vergisi oranı %20 olarak korunmuş ve vergi sonrası bu borçlanma maliyeti oranı %14,40 olarak hesaplanmıştır.
- AOSM hesaplamasında kullanılan ve yukarıda açıklanan oranların değişmeyeceği varsayılmıştır.

Böylelikle, Şirket'in ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti %19,28 olarak hesaplanmıştır.

5.3.7 İndirgenmiş Nakit Akımları

İNA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle, geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonların farklılaşması halinde farklı özsermaye değeri ve pay başına değere ulaşılabilir.

Şirkete ait toplam serbest nakit akımları (SNA'lar) aşağıdaki tabloda gösterildiği üzere, uç değer için ise uç değer büyüme oranı enflasyon oranlarındaki düşüş beklentisi de dikkate alınarak 2030 sonrasındaki dönem için %5,0 olarak kullanılarak hesaplanmıştır. Şirkete ait toplam SNA'lar ve uç değer, %19,28 AOSM ile indirgenmiş ve net nakit eklenerek özsermaye değeri 798.600.806 TL olarak hesaplanmıştır. Pay başına değer ise 29,58 TL'ye tekabül etmektedir.

İNA Tablosu	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Satış Hasılatı	363.766.179	454.035.639	527.562.988	608.897.191	706.362.023	815.965.208	937.525.267	1.071.519.960	1.217.830.791	1.378.262.871
Büyüme	1,2%	24,8%	16,3%	15,5%	15,6%	15,4%	14,9%	14,3%	13,7%	13,0%
Satışların Maliyeti	211.050.212	267.044.813	306.543.218	341.706.666	395.979.894	459.567.132	530.077.363	610.641.454	697.337.400	791.612.823
Brüt Kar Marjı	42,0%	43,4%	43,8%	44,0%	44,0%	43,6%	43,8%	43,0%	42,7%	42,9%
Faaliyet Giderleri	77.923.079	89.587.179	98.378.279	107.305.922	116.524.420	127.880.613	140.577.774	154.596.346	170.066.920	187.363.202
Faaliyet Karı	74.782.888	107.403.650	135.036.490	160.884.603	194.386.609	228.147.614	266.879.149	306.292.103	350.396.471	397.286.847
Satış hasatındaki payı	20,8%	23,7%	25,2%	26,4%	27,6%	28,0%	28,5%	28,6%	28,6%	28,9%
Vergi Oranı	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	59.687.166	82.700.965	106.424.392	128.797.683	155.489.487	182.618.991	213.496.112	245.933.662	285.217.177	317.029.477
+ Amortisman	12.329.124	12.623.364	11.622.905	11.032.126	9.420.824	9.772.141	8.909.660	9.778.921	9.316.264	8.470.302
- Yatırım Harcaması	3.000.000	3.510.447	4.009.190	4.462.624	4.989.670	5.522.162	6.090.351	6.708.582	7.371.215	8.074.023
- İşletme Sermayesi İhtiyacı	15.773.347	40.496.634	36.864.635	42.587.842	51.728.836	46.860.165	52.219.910	57.466.857	62.810.106	68.004.484
= Serbest Nakit Akımı (SNA)	35.337.892	51.357.248	77.373.472	92.679.342	106.188.095	139.507.365	165.095.512	190.965.064	219.452.120	260.221.273
Uç Değer										1.830.862.300
AOSM	19,28%									
İskonto faktörü	0,88	0,74	0,62	0,52	0,44	0,37	0,31	0,26	0,22	0,18
SNA'nın Bugünkü Değeri	31.165.989	37.977.827	47.998.135	48.169.325	47.142.066	51.109.321	59.562.145	48.939.218	47.238.353	45.156.994
Uç Değerin Bugünkü Değeri										332.026.427
SNA'nın Bugünkü Değeri	485.432.582									
Uç Değer Büyümesi	5,0%									
Uç Değerin Bugünkü Değeri	332.026.427									
Firma Değeri	787.459.009									
- Finansal Borçlar	44.052.135									
+ Nakit ve Nakit Benzerleri	55.695.932									
Özsermaye Değeri	798.600.806									
Pay Başına Özsermaye Değeri	29,58									

5.4 Sonuç

Şirket'in değerlemesinde İNA ve Çarpan Analizleri eşit ağırlıklandırılmış olup, 945.006.650 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Buna göre, çıkarılmış sermayesi 27.000.000 TL olan Şirket'in halka arz pay başına değeri 35,00 TL olarak hesaplanmıştır. %20 halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 756.005.320 TL, pay başına değer ise 28,00 TL olarak hesaplanmıştır. Tamamı sermaye artırımını yoluyla halka arz edilecek nominal payların toplamı 7.000.000 TL'dir. Buna göre, halka arzın büyüklüğü 196.000.000 TL olup, halka açıklık oranı %20,59 olarak hesaplanmıştır. Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesi 34.000.000 TL, özsermaye değeri ise 952.000.000 TL'ye tekabül etmektedir.



 Gedik Yatırım

 Menkul Değerler A.Ş.

DEĞERLEME SONUCU	Ağırlık	Sonuç
İNA analizine göre Özsermaye Değeri		798.600.806
Pay Başına Değer	50%	29,58
Çarpanlar analizine göre Özsermaye Değeri		1.091.412.494
Pay Başına Değer	50%	40,42
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		945.006.650
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer	100%	35,00

Halka Arza İlişkin Bilgiler (TL)	
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	945.006.650
Halka Arz İskontosu	20,0%
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri	756.005.320
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	27.000.000
Halka Arz Pay Başına Değer *	28,00
Sermaye Artırım Oranı	25,93%
Sermaye Artırımı (pay adedi)	7.000.000
Sermaye Artırımı (TL tutar)	196.000.000
Ortak Satışı (pay adedi)	0
Ortak Satışı (TL tutar)	0
Halka Arz Edilecek Pay Adedi	7.000.000
Halka Arz Büyüklüğü	196.000.000
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	952.000.000
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	34.000.000
Halka Açıklık Oranı	20,59%

* Halka Arz Pay Başına Değer virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlanmıştır.

Ekler

Ek-1: Sorumluluk Beyanı

Ek-2: Fiyat Tespit Raporu Hazırlanabileceğine İlişkin Beyan

Ek-3: Lisans Belgeleri



 Gedik Yatırım

 Menkul Değerler A.Ş.

Ek-1: Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU
BAŞKANLIĞI'NA
Eskişehir Yolu 8. Km No:156
06530 Ankara

22.04.2021

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Sermaye Piyasası Aracı Notunun bir parçası olan 22.04.2021 tarih 2021/01 sayılı Meditera Tıbbi Malzeme Sanayi ve Ticaret A.Ş. için hazırlanan Fiyat Tespit Raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.



GedikYatırım
Menkul Değerler A.Ş.

Arda Alataş
Genel Müdür Yrd.

T. Metin Ayışık
Genel Müdür ve Yönetim Kurulu Üyesi

Ek-2: Fiyat Tespit Raporu Hazırlanabileceğine İlişkin Beyan

SERMAYE PİYASASI KURULU

BAŞKANLIĞI'NA

Eskişehir Yolu 8. Km No:156

06530 Ankara

22.04.2021

Fiyat Tespit Raporu Hazırlanabileceğine İlişkin Beyan

VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin üçüncü fıkrası kapsamında, son on iki ay içerisinde konsorsiyum lideri veya eş lideri olarak görev yapmadığımız ve halka açılan ortaklıkların Kurulunuzun ilgili düzenlemelerinde tanımlanan ilişkili tarafımız konumunda olmadığı asgari üç halka arza ilişkin fiyat tespit raporlarının değerlendirdiği analist raporlarını hazırlamış olduğumuzu ve bu raporların anılan maddenin ikinci fıkrasında yer alan esaslar çerçevesinde ilan ettiğimizi beyan ederiz.

Aracı Kurumumuzca hazırlanan ve kamuya ilan edilen son üç analist raporuna ilişkin bilgiler aşağıda yer almaktadır;

Halka Açılan Ortaklığın Ticaret Unvanı	Aracı Kurumumuzca Hazırlanan Analist Raporunun KAP'ta Yayınlanma Tarihi
Çan2 Termik A.Ş.	21.04.2021
Biotrend Çevre ve Enerji Yatırımları A.Ş.	18.04.2021
Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş.	16.04.2021

Saygılarımızla,

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.



Arda Alataş
Genel Müdür Yrd.

T. Metin Ayışık
Genel Müdür ve Yönetim Kurulu Üyesi

Ek-3: Lisans Belgeleri

Arda Alataş

SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik Linki:

<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/LicenceDetail?employeeLicenceGuid=1D947096-0143-4169-8399-3869537FDB4E>

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının köresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli bireylerin yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sınav ve eğitim kurulusudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
	5.05.2011	205138	AKTİF LİSANS

ARDA ALATAŞ, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Notlar Hakkında:

Bu belge sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı üzerine alt 12 anıvı konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösteren belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin [Tıklayınız](#)


Bankul Değerler A.Ş.