



**RTA LABORATUVARLARI BİYOLOJİK ÜRÜNLER
İLAÇ VE MAKİNA SANAYİ TİCARET A.Ş.**

DEĞERLEME RAPORU

27.09.2018

İÇİNDEKİLER

	Sayfa No
1. RAPORUN AMACI	3
2. DEĞERLEME ÇALIŞMASI SIRASINDA UYGULANAN MESLEK KURALLARI ve ETİK İLKELER	3
3. SINIRLAYICI KOŞULLAR	4
4. YETKİNLİK BEYANI	4
5. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	5
6. ŞİRKETİN FAALİYETLERİ HAKKINDA BİLGİ	5
7. FİNANSAL TABLOLAR	7
8. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	9
8.1 Defter Değeri Yöntemi	9
8.2 Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi	9
8.2.1 BİST – 100 Endeksi Çarpanlarına Göre Şirket Değeri	10
8.2.2 BİST – Sağlık Endeksi Çarpanlarına Göre Şirket Değeri	11
8.2.3 BİST – TÜM Endeksi Çarpanlarına Göre Şirket Değeri	11
8.3 Borsa Performansı ile Değerleme Yöntemi	11
9. SONUÇ	12
9.1 İmtiyazlı ve İmtiyazsız Pay Değeri	13
9.1.1 Özkaynak Değerine Kontrol Primi Eklenmesi	14
9.1.2 İmtiyazlı ve İmtiyazsız Payların Kendi Arasında Farklılaştırılması Yöntemi	14
9.1.3 Nihai İmtiyazlı ve İmtiyazsız Pay Değeri	16

1. RAPORUN AMACI

Bu rapor, Güler Yatırım Holding A.Ş. ("Güler Yatırım Holding") ile Invest AZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Invest AZ") arasında 25.09.2018 tarihinde imzalanmış olan değerleme sözleşmesi kapsamında RTA Laboratuvarları Biyolojik Ürünler İlaç Ve Makina Sanayi Ticaret A.Ş.'nin ("RTA") değerinin belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

İşbu değerleme raporu Güler Yatırım Holding tarafından RTA'nın 5.760.000 TL nominal değerli A grubu nama yazılı imtiyazlı paylarının 2.874.240 TL nominal değerli kısmının ve %49 oranında iştiraki olan İCG Finansal Danışmanlık A.Ş. ("İCG", "İCG Finansal Danışmanlık") tarafından da 2.885.760 TL nominal değerli kısmının satın alınması kapsamında diğer ortaklara pay alım teklifinde bulunulmasına ilişkin olarak Sermaye Piyasası Kurulu'nun II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği'nin 15. maddesinin 3. fıkrası çerçevesinde pay grupları arasındaki imtiyaz farklılıkları dikkate alınarak Kurulun değerlemeye ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanmıştır.

2. DEĞERLEME ÇALIŞMASI SIRASINDA UYGULANAN MESLEK KURALLARI ve ETİK İLKELER

- Değerleme hizmeti, ilgili mevzuatlar çerçevesinde gerekli lisansa sahip değerleme uzmanı tarafından Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları çerçevesinde yerine getirilmiştir.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren veya makul bir süre içerisinde gerçekleşme ihtimali bulunmayan varsayımsal durumlar hakkında rapor istenen görevler kabul edilmemiştir.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Yapılan değerleme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirkete ve hakim ortağına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işi bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Hukuka uygun davranılmış ve konuyla ilgili yasal mevzuata riayet edilmiştir.
- Değerleme hizmeti, haksız rekabete yol açmayacak şekilde mesleki sorumluluk bilinci ve mesleki kurallar çerçevesinde yerine getirilmiştir.

3. SINIRLAYICI KOŞULLAR

- Raporda kullanılan bilgiler kamuya açıklanmış ve talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış olan bilgilerden oluşmaktadır.
- Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerlendirme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.
- Değerleme çalışmaları genel kabul görmüş denetleme ilke, esas ve standartlarına göre bir denetimi veya inceleme çalışmasını içermemiştir.
- Değerleme çalışmalarına esas teşkil etmek üzere Invest AZ'ye sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış, bu bilgilerin güvenilir ve doğruluğu denetlenmemiştir.
- Şirketin hakim ortağının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.
- Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

4. YETKİNLİK BEYANI

RTA'nın değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 27.09.2018 tarihli değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2003/34 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan 17.07.2003 tarih ve 37/875 sayılı kararında belirtilen;

- Ayrı bir kurumsal finansman bölümüne sahip,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu şirket genelgesi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlerin bulunduğu,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olan,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri altyapısı bulunan,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olan,
- Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile arasında değerlendirme hizmeti sözleşmesi bulunan,
- Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmayan

niteliklere sahip olduğumuzu,

raporda yer alan değerlendirme çalışmalarının SPK'nın III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'e ve Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uygun olarak yapıldığını,

beyan ederiz.

INVESTAZ
Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

5. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

RTA Laboratuvarları Biyolojik Ürünler İlaç ve Makine Sanayi Ticaret A.Ş.. RTA Laboratuvarları Biyolojik Ürünler İlaç ve Makine Sanayi Ticaret Limited Şirket unvanı ile 13.05.1996 tarihinde Kocaeli’nde kurulmuş olup, 06.11.2013 tarihinde anonim şirkete dönüşmüştür.

RTA’nın ve bağlı ortaklığı Sacem Hayat Teknolojileri Üretim Satış Pazarlama A.Ş.’nin (“Sacem”) ana faaliyet konusu insan ve hayvan sağlığında kullanılan her türlü aşı, serum, antijen, mikrobiyolojik test kitleri ve genetik ürünler gibi biyolojik ürünler ile kimyasal maddelerin imalat, ihracat ve ticaretini yapmaktır.

Şirket Gebze Plastikçiler Organize Sanayi Bölgesi İnönü Mah. Balçık Köyü Yolu Üzeri Geposb İçi Cumhuriyet Cad. No:3 Gebze / Kocaeli’nde bulunan şirket merkezinde faaliyetlerini sürdürmektedir.

30.06.2018 dönemi itibariyle RTA’da 64 kişi, bağlı ortaklığı Sacem’de de 14 kişi olmak üzere 78 kişi istihdam edilmektedir.

Şirketin tamamı ödenmiş olan sermayesi 23.600.000 TL olup, ortaklık yapısı aşağıda gösterilmiştir.

Şirketin Ortaklık Yapısı			
Ortağın Adı - Soyadı, Ticaret Unvanı	Pay Grubu	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı (%)
İCG Finansal Danışmanlık A.Ş.	A	2.885.760,00	12,23
Güler Yatırım Holding A.Ş.	A	2.874.240,00	12,18
Mehmet Tayyip Türkaslan	B	3.280.000,00	13,90
Ali Taş	B	500.000,00	2,12
Diğer	B	14.060.000,00	59,58
Toplam	A+B	23.600.000,00	100,00

6. ŞİRKETİN FAALİYETLERİ HAKKINDA BİLGİ

RTA, Şirket 06.05.1996 tarihinde, insan ve hayvan sağlığında kullanılan her türlü aşı, serum, antijen, mikrobiyoloji, moleküler biyoloji ve genetik sahada kullanılan tanı kitleri ve biyolojik ürünler ile kimyasal maddelerin ar-ge, ithalat, imalat, ihracat ve ticareti konularında faaliyet göstermek üzere kurulmuştur.

Şirket veteriner sahaya yönelik bazı yem katkılarının ve tanınmış bir dünya markası olan Merial’in biyolojik farmasötiklerinin (aşı) ithalatı ile iş hayatına başlamıştır.

RTA Laboratuvarları hayvan sağlığı alanında kanatlı aşıların dağıtım faaliyetini Merial ile 20 yıl süreyle başarı ile devam ettirmiş olup, 2017 yılı sonu itibariyle ise distribütörlük anlaşması sona ermiştir.

29.08.2014 tarihinde Sacem’in %53’lük hissesi satın alınarak bağlı ortaklık haline getirilmiştir. 2005 yılında merkezi Ankara olmak üzere kurulmuş bir distribütör kurulmuş olan Sacem, Türkiye’deki bilimsel araştırma, ürün geliştirme projelerine, hastanelere, ilaç firmalarına cihaz, plastik sarf ve kimyasal sarf malzeme sağlamaktadır. Sacem’in mevcut durum itibariyle merkezi Gebze Plastikçiler Organize Sanayi Bölgesi İnönü Mah. Balçık Köyü Yolu Üzeri Geposb İçi Cumhuriyet Cad. No:3 Gebze / Kocaeli’nde bulunmaktadır.

Unvanı	Sermayesi	Şirketin Sermayedeki Payı	Pay Oranı (%)	Faaliyet Konusu	Faaliyet Yeri
Sacem Hayat Teknolojileri A.Ş.	2.500.000	1.333.333	53,33	Biyoteknoloji	Gebze

RTA, tanı kitleri, biyomedikal ekipmanlar, rekombinant teknolojiler, aşılar, biyomems, nanobiyoteknoloji alt alanlarını içeren Medikal Biyoteknoloji, agro-biyoteknoloji (biyopreparat) ve agro-teknoloji alanlarında Ar-Ge faaliyetleri yürütmektedir.

2017 yılı itibariyle RTA, 5746 sayılı Araştırma ve Geliştirme Faaliyetlerinin Desteklenmesi Hakkındaki Kanun çerçevesinde sağlanan teşvik ve muafiyetlerden yararlanmak üzere Bilim, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı'na yapmış olduğu Ar-Ge Merkezi başvurusu Değerlendirme ve Denetim Komisyonu tarafından incelenmiş ve uygun bulunarak onaylanmıştır. Şirket, 28.02.2017 tarihi itibariyle, 5746 sayılı Kanun hükümleri gereğince Ar-Ge Merkezlerine tanınan teşvik ve muafiyetlerden yararlanmaya hak kazanmıştır.

31.12.2017 itibariyle "Merial" kanatlı aşılarının yurt içinde pazarlama satış ve dağıtım faaliyetleri anlaşmasının süresi dolmuş ve anlaşma yenilenmemiştir. Böylelikle 2018 yılı itibariyle hayvan sağlığı alanında Kanatlı aşıları ile ilgili ticaret faaliyetleri son bulmuş olup, medikal alandaki tanı kiti geliştirme/üretim ve pazarlama faaliyetleri ile gerek medikal ve gerekse firmamızın tecrübeli olduğu kanatlı sahaya yönelik cihaz geliştirme, yeni teknoloji tanı kitleri geliştirme /üretim ve pazarlama faaliyetlerinde devam etmektedir.

Şirketin yıllar itibariyle gelirlerinin faaliyet alanlarına göre dağılımı aşağıda gösterilmiştir.

31.12.2015				
	Hayvan Sağlığı	Medikal	Eleminasyon	Toplam
Yurtiçi Satışlar	23.520.422	9.474.801	-293.071	32.702.152
Yurtdışı Satışlar	597.621	370.934	5.448	974.003
Toplam Satış	24.118.043	9.845.735	0	33.963.778
Maliyetler	-12.478.078	-6.162.525	241.618	-18.398.985
Brüt Kar / Zarar	11.639.965	3.683.210	-46.005	15.277.170
Faaliyet Giderleri	-5.761.408	-3.064.313	46.005	-8.779.716
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir / Giderler	906.433	359.224	0	1.265.657
Faaliyet Karı	6.784.990	978.121	0	7.763.111

31.12.2016				
	Hayvan Sağlığı	Medikal	Eleminasyon	Toplam
Yurtiçi Satışlar	19.320.222	12.464.369	-1.271.950	30.512.641
Yurtdışı Satışlar	666.860	633.693	0	1.300.553
Toplam Satış	19.987.082	13.098.062	0	33.085.144
Maliyetler	-12.034.100	-9.109.820	1.145.887	-19.998.033
Brüt Kar / Zarar	7.952.982	3.988.242	-126.063	11.815.161
Faaliyet Giderleri	-5.819.753	-3.950.269	126.063	-9.643.959
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir / Giderler	665.404	17.700	0	683.104
Faaliyet Karı	2.798.633	55.673	0	2.854.306

İNVESTAZ
Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

31.12.2017				
	Hayvan Sağlığı	Medikal	Eleminasyon	Toplam
Yurtiçi Satışlar	21.098.983	17.288.622	-1.564.324	36.823.281
Yurtdışı Satışlar	603.845	1.023.042	0	1.626.887
Toplam Satış	21.702.828	18.311.664	0	40.014.492
Maliyetler	-14.708.286	-12.430.333	1.508.371	-25.630.248
Brüt Kar / Zarar	6.994.542	5.881.331	-55.953	12.819.920
Faaliyet Giderleri	-6.178.856	-4.961.029	77.541	-11.062.344
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir / Giderler	547.411	230.848	-21.588	756.671
Faaliyet Karı	1.363.097	1.151.150	0	2.514.247

Şirketin 2018 yılı itibariyle Merial ile olan sözleşmesinin sona ermesi nedeniyle faaliyetleri medikal alanda oluşmakta olup, bu nedenle 2018 yılı itibariyle bölümlere göre raporlama yapılmamıştır.

7. FİNANSAL TABLOLAR

FİNANSAL DURUM TABLOSU (TL)	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	30.06.2018
DÖNEN VARLIKLAR	38.662.143	37.436.378	40.847.239	36.504.425
Nakit ve Nakit Benzerleri	15.735.787	13.790.295	15.123.565	16.141.581
Finansal Yatırımlar	0	1.734.719	1.696.888	3.524.824
Ticari Alacaklar	9.224.658	9.836.591	14.421.139	8.206.491
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	5.977	475.588	929.139	1.029.339
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	9.218.681	9.361.003	13.492.000	7.177.152
Diğer Alacaklar	145.871	20.271	453.123	332.690
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	115.155	11.474	220.057	254.433
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	30.716	8.797	233.066	78.257
Stoklar	9.323.757	9.122.641	6.724.095	6.097.489
Peşin Ödenmiş Giderler	1.519.304	632.353	214.684	616.832
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	1.496.725	792.252	995.375	128.930
Diğer Dönen Varlıklar	1.216.041	1.507.256	1.218.370	1.455.588
DURAN VARLIKLAR	22.951.615	23.456.606	22.244.283	24.588.258
Ticari Alacaklar	399.712	0	0	0
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	0	0	0	0
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	399.712	0	0	0
Diğer Alacaklar	0	5.490	4.850	2.450
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	0	0	0	0
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	0	5.490	4.850	2.450
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	10.519.246	10.749.515	10.561.787	10.506.523
Maddi Duran Varlıklar	10.061.959	11.615.660	9.481.577	9.650.996
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.834.815	1.083.721	2.041.495	3.075.676
Şerefiye	1.030.700	1.030.700	1.030.700	1.030.700
Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	804.115	53.021	1.010.795	2.044.976
Peşin Ödenmiş Giderler	135.883	2.220	661	0
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0	0	153.913	1.352.613
TOPLAM VARLIKLAR	61.613.758	60.892.984	63.091.522	61.092.683
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	9.830.629	9.278.205	8.263.665	5.682.261
Kısa Vadeli Borçlanmalar	26.297	1.114.236	1.377.862	950.893
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	0	209.276	108.470	24.169
Ticari Borçlar	7.223.576	5.902.367	4.861.978	3.565.328
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	0	0	0	185.236
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	7.223.576	5.902.367	4.861.978	3.380.092
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	279.356	203.340	166.469	574.780
Diğer Borçlar	142.735	439.016	82.726	141.867
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	35.272	33.771	6.834	30.834
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	107.463	405.245	75.892	111.033

Ertelenmiş Gelirler	182.624	217.790	297.295	250.175
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	1.962.659	1.140.142	1.339.860	0
Kısa Vadeli Karşılıklar	13.382	52.038	29.005	175.049
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	0	9.180	5.600	132.938
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	13.382	42.858	23.405	42.111
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	5.047.375	1.412.026	577.823	485.057
Uzun Vadeli Borçlanmalar	3.443.913	145.292	0	0
Uzun Vadeli Karşılıklar	703.716	482.699	577.823	485.057
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	703.716	482.699	577.823	485.057
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	899.746	784.035	0	0
ÖZKAYNAKLAR	46.735.754	50.202.753	54.250.034	54.925.365
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	45.922.437	49.922.177	54.170.899	54.903.422
Ödenmiş Sermaye	5.900.000	5.900.000	23.600.000	23.600.000
Geri Alınmış Paylar (-)	0	-93.800	0	0
Paylara İlişkin Primler	12.126.950	12.126.950	0	0
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Giderler	5.115.034	5.087.159	4.952.456	5.592.912
Maddi Duran Varlık Yeniden Değerleme Artışları (Azalışları)	5.044.705	5.010.988	4.943.555	5.561.499
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm (Kayıpları)/Kazançları	70.329	76.171	8.901	31.413
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	967.231	967.231	967.231	1.399.707
Geçmiş Yıllar Karları	14.330.627	21.846.939	20.493.569	24.218.736
Net Dönem Karı veya Zararı	7.482.595	4.087.698	4.157.643	92.067
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	813.317	280.576	79.135	21.943
TOPLAM KAYNAKLAR	61.613.758	60.892.984	63.091.522	61.092.683

Kar veya Zarar Kısımı (TL)	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	30.06.2017	30.06.2018
Hasılat	33.676.155	31.813.194	38.450.168	19.886.713	10.474.411
Satışların Maliyeti	-18.398.985	-19.998.033	-25.630.248	-12.630.986	-8.002.856
Brüt Kar (Zarar)	15.277.170	11.815.161	12.819.920	7.255.727	2.471.555
Genel Yönetim Giderleri	-4.977.149	-5.006.072	-4.897.169	-2.253.570	-1.396.488
Pazarlama Giderleri	-2.180.676	-3.023.237	-3.513.327	-1.880.970	-1.872.076
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-1.621.891	-1.614.650	-2.651.848	-833.683	-855.880
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	4.403.707	1.660.281	1.759.293	1.270.132	2.214.243
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-3.138.050	-977.177	-1.002.622	-1.969.134	-3.095.904
Esas Faaliyet Karı	7.763.111	2.854.306	2.514.247	1.588.502	-2.534.550
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0	309.330	512.071	765.422	1.650.893
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0	-482.373	-168.829	-111.708	-272.755
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	7.763.111	2.681.263	2.857.489	2.242.216	-1.156.412
Finansman Gelirleri	1.404.533	2.731.779	2.086.907	379.329	1.217.171
Finansman Giderleri	-94.357	-854.261	-586.022	-496.842	-615.976
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	9.073.287	4.558.781	4.358.374	2.124.703	-555.217
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	-1.695.105	-1.003.824	-402.172	-299.414	587.126
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	-1.962.659	-1.140.142	-1.339.860	-644.487	0
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	267.554	136.318	937.688	345.073	587.126
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı (Zararı)	7.378.182	3.554.957	3.956.202	1.825.289	31.909
Dönem Karı (Zararı)	7.378.182	3.554.957	3.956.202	1.825.289	31.909
Dönem Kar (Zararının) Dağılımı					
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-104.413	-532.741	-201.441	-118.160	-60.158
Ana Ortaklık Payları	7.482.595	4.087.698	4.157.643	1.943.449	92.067
Pay Başına Kazanç	1,268	0,693	0,176	0,082	0,004

8. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Uluslararası Değerleme Standartları'na göre pazar değeri; bir varlık veya yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri, muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır.

Temel değerlendirme yaklaşımları;

- Pazar (Piyasa) Yaklaşımı.
- Gelir Yaklaşımı ve
- Maliyet (Aktif) Yaklaşımı

olup, RTA'nın değer belirlenmesi amacıyla pazar ve maliyet yaklaşımlarından değerlendirme yöntemleri olarak Defter Değeri, Piyasa Çarpanları Analizi ve Borsa Performansı ile Değerleme yöntemleri incelenmiştir.

8.1. Defter Değeri Yöntemi

Bir firmanın defter değeri bilançosundaki özsermayesinin değeri olup, aynı zamanda toplam borçlar ile toplam varlıklar arasındaki farktır.

Defter Değeri = Aktif Toplamı – Borç Toplamı

Payların defter değeri, özsermaye toplamının pay sayısına bölünmesiyle elde edilmektedir.

Şirketin 30.06.2018 dönemi itibarıyla ana ortaklığa ait özkaynakları 54.903.422 TL olup, pay başına defter değeri 2.3264 TL'ye denk gelmektedir.

8.2. Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi

Piyasa çarpanları analizi yöntemi, değerlemesi yapılan şirkete ait finansal verilerden hareketle aynı sektörde faaliyet gösteren ve borsalarda işlem gören benzer nitelikteki şirketlerin çarpanlarından hareketle yapılan değer tespit çalışmasıdır. Uygulamada birebir benzer nitelikte şirket olmaması halinde içerisinde bulunduğu endeks ile birlikte genel endeks çarpanlarından da hareket edilmektedir.

Piyasa çarpanları analizi yöntemine göre Şirket'in piyasa değeri tespit edilirken, RTA'ya birebir benzer şirket olmaması nedeniyle BİST – 100 Endeksi, şirket paylarının da bünyesinde bulunduğu BİST-Tüm Endeksi ve sağlık sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin endeksleştirilmiş çarpanları kullanılmıştır.

Piyasa çarpanları analizi yönteminde uygulanmak üzere Fiyat Kazanç Oranı (F/K), Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD), Firma Değeri / Satışlar (FD/S) çarpanları kullanılarak tespit edilmiştir. Firma Değeri / Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar (FD/FAVÖK) çarpanı ise Şirketin yıllıklandırılmış FAVÖK'ünün negatif olması sebebiyle hesaplamalara dahil edilmemiştir.

Piyasa Çarpanları analizinde kullanılan Borsa İstanbul endekslerine ilişkin çarpanlar, Borsada işlem gören şirketlerin Rasyonet veri programından temin edilen 26.09.2018 tarihli Borsa İstanbul kapanış verileri ve 30.06.2018 tarihli finansal verileri dikkate alınarak hesaplanmıştır.

Piyasa çarpanları analizi yöntemine göre şirket değerlerini elde etmek için çarpanlarda kullanılacak Şirket verileri olarak RTA'nın 30.06.2018 dönemine ilişkin bilanço verileri ile yıllıklandırılmış faaliyet verileri dikkate alınmıştır.

Şirket Verileri (TL)	Net Kar	Özkaynaklar	Satışlar	FAVÖK	Net Borç
31.12.2017	4.157.643		38.450.168	3.302.206	
30.06.2017	1.943.449		19.886.713	3.089.392	
30.06.2018	92.067	54.903.422	10.474.411	-893.911	-18.691.343
Kayıtlı	2.306.261	54.903.422	29.037.866	-681.097	-18.691.343

Net Borç, şirketin kısa ve uzun vadeli finansal borçların toplamında nakit ve nakit benzerleri ile finansal yatırımların düşülmesi sonucu elde edilmektedir. RTA'nın 30.06.2018 dönemi itibarıyla net nakdi 18.691.343 TL olup, aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

Net Borç (TL)	30.06.2018
Kısa Vadeli Finansal Borçlanmalar	950.893
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	24.169
Uzun Vadeli Borçlanmalar	0
Nakit ve Nakit Benzerleri	16.141.581
Finansal Yatırımlar	3.524.824
Toplam	-18.691.343

RTA'nın piyasa değeri hesaplanırken, çarpanlara göre aşağıdaki tabloda gösterilen hesaplamalar yapılarak şirket değerine ulaşılmıştır.

Çarpan Yöntemi	Piyasa Değerinin Hesaplanması
F/K	F/K Çarpanı * Net Kar
PD/DD	PD/DD Çarpanı * Özkaynaklar
FD/S	FD/S Çarpanı * Satışlar - Net Borç

8.2.1. BİST – 100 Endeksi Çarpanlarına Göre Şirket Değeri

BİST – 100 Endeksi'nde yer alan şirketlerin Rasyonet veri programından elde edilen 26.09.2018 tarihli kapanış verileri ve 30.06.2018 tarihli finansal verilerinden hareketle hesaplanan Endeks çarpanları aşağıda gösterilmiştir.

Piyasa Çarpanları	F/K	PD/DD	FD/S
BİST - 100 Endeksi	7,88	1,14	1,16

BİST – 100 Endeksi çarpanlarına göre RTA'nın değeri 44.359.586 TL olarak hesaplanmış olup, pay başına değeri 1.8796 TL'ye denk gelmektedir.

Şirket Değeri (TL)	F/K	PD/DD	FD/S	Ortalama
BİST - 100 Endeksi	18.168.293	62.601.339	52.309.125	44.359.586

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

8.2.2. BİST Sağlık Endeksi Çarpanlarına Göre Şirket Değeri

Şirket ile birebir benzer nitelikte şirket olmamasına karşılık, sağlık sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin Rasyonet veri programından elde edilen 26.09.2018 tarihli kapanış verileri ve 30.06.2018 tarihli finansal verilerinden hareketle hesaplanan endeksleştirilmiş çarpanları aşağıda gösterilmiştir.

Piyasa Çarpanları	F/K	PD/DD	FD/S
BİST Sağlık Endeksi	14,72	1,10	0,55

BİST – Sağlık Endeksi çarpanlarına göre RTA'nın değeri 42.939.096 TL olarak hesaplanmış olup, pay başına değeri 1,8195 TL'ye denk gelmektedir.

Şirket Değeri (TL)	F/K	PD/DD	FD/S	Ortalama
BİST Sağlık Endeksi	33.941.560	60.131.496	34.744.233	42.939.096

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

8.2.3. BİST – TÜM Endeksi Çarpanlarına Göre Şirket Değeri

BİST – TÜM Endeksi'nde yer alan şirketlerin Rasyonet veri programından elde edilen 26.09.2018 tarihli kapanış verileri ve 30.06.2018 tarihli finansal verilerinden hareketle hesaplanan Endeks çarpanları aşağıda gösterilmiştir.

Piyasa Çarpanları	F/K	PD/DD	FD/S
BİST - TÜM Endeksi	8,50	1,17	1,06

BİST – TÜM Endeksi çarpanlarına göre RTA'nın değeri 44.421.523 TL olarak hesaplanmış olup, pay başına değeri 1,8823 TL'ye denk gelmektedir.

Şirket Değeri (TL)	F/K	PD/DD	FD/S	Ortalama
BİST - TÜM Endeksi	19.601.685	64.213.260	49.449.625	44.421.523

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

8.3. Borsa Performansı ile Değerleme

Borsa İstanbul Ana Pazar'da işlem görmekte olan RTALB paylarının Borsada işlem görmeye başladıktan sonraki fiyat gelişim grafiği aşağıda yer almaktadır.

RTALB payları için pay devrinin gerçekleştiği 24.09.2018 tarihinden geriye dönük olarak son 1 aylık, son 3 aylık, son 6 aylık ve son 1 yıllık piyasa değerlerinin ortalaması dikkate alınmıştır.

Şirketin belirtilen periyotlardaki Borsa'da oluşan piyasa değerlerinin ortalamasının şirketin mevcut piyasa koşulları çerçevesinde piyasa değerini ihtiva etmesi açısından önemli bir gösterge olarak kabul edilmektedir.



Bu unsurlar doğrultusunda Şirketin 24.09.2018 tarihinden önceki 1 aylık, 3 aylık, 6 aylık ve 1 yıllık piyasa değerlerinin ortalamalarının aritmetik ortalaması alınarak borsa performansına göre RTALB'nin değer tespiti yapılmış ve 49.855.386 TL olarak hesaplanmış olup, pay başına değeri 2,1125 TL'ye denk gelmektedir.

Son 1 Aylık Piyasa Değeri Ortalaması	48.793.000
Son 3 Aylık Piyasa Değeri Ortalaması	45.753.548
Son 6 Aylık Piyasa Değeri Ortalaması	47.007.424
Son 1 Yıllık Piyasa Değeri Ortalaması	57.867.573
Ortalama	49.855.386

9. SONUÇ

RTA'nın şirket değeri hesaplanırken, Defter Değeri, Piyasa Çarpanları Analizi yöntemleri ve Borsa Performansı ile değerlendirme yöntemlerine göre elde edilen değerler arasındaki farklılıklar göz önünde bulundurularak, kendi içinde farklı oranlarda ağırlıklandırma yapılmadan eşit oranda ağırlıklandırılarak nihai şirket değerine ulaşılmıştır.

	Şirket Değeri	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
Defter Değeri	54.903.422	20,00%	10.980.684
BİST - 100 Endeksine Göre	44.359.586	20,00%	8.871.917
BİST - TÜM Endeksine Göre	44.421.523	20,00%	8.884.305
BİST - Sağlık Endeksine Göre	42.939.096	20,00%	8.587.819
Borsa Performansı ile Değerleme	49.855.386	20,00%	9.971.077
Toplam Şirket Değeri			47.295.803

Bu doğrultuda RTA'nın ağırlıklandırılmış şirket değeri 47.295.803 TL olarak hesaplanmış olup, Şirketin 23.600.000 TL tutarındaki sermayesi çerçevesinde pay başına şirket değeri 2,0041 TL'ye denk gelmektedir.

Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması ve değerlendirme yöntemlerine verilen ağırlıklandırma oranlarının değiştirilmesi durumunda farklı değerlere ulaşılması mümkündür.

Bununla birlikte farklı değerlendirme yöntemleri ve varsayımlar çerçevesinde farklı değerlere ulaşılması da ayrıca mümkündür.

9.1. İmtiyazlı ve İmtiyazsız Pay Değeri

Şirketlerde sermayeyi temsil eden paylar, pay sahiplerine başlıca aşağıdaki haklar sağlamaktadır.

- Kardan pay alma hakkı,
- Ortaklıktan ayrılma hakkı,
- Ortaklıktan çıkarma ve satma hakkı,
- Tasfiyeden pay alma hakkı,
- Bedelsiz pay edinme hakkı,
- Yeni pay alma hakkı,
- Genel kurula davet ve katılma hakkı,
- Oy hakkı,
- Bilgi alma ve inceleme hakkı,
- Genel kurul kararlarının iptalini isteme hakkı,
- Azınlık hakkı,
- Özel denetim isteme hakkı.

Payların kendi arasında farklılaştırılması ve/veya paylara imtiyazlar tanınması halinde paylara göre sahip olunan hakların farklılık arz etmesi halinde payların şirket değeri üzerinden aldığı oranın eşit olmaması ve dolayısıyla pay fiyatının farklılaştırılması gerekecektir.

RTA'da imtiyazlı paylar, yönetim kurulu üyelerinin seçiminde ve genel kurulda oy kullanmada imtiyaza sahiptir.

Bir kısım payların şirket yönetimine katılma ve şirket yönetimini kontrol etme hakkına haiz olması, diğer adi paylara göre, imtiyazlı paylara bir yönetim kontrol primi atfedilmesini beraberinde getirecektir.

İmtiyazlı pay değerlemesinde genellikle iki yöntem uygulanmaktadır.

- Şirketin hesaplanan piyasa değerine kontrol primi ilave edilmesi yöntemi (bu uygulamada kontrol primi olarak ortalama özkaynak değerinin %10 – %30 aralığında ek değer ilave edilmesi yoluyla)
- Şirketin hesaplanan piyasa değeri üzerinden imtiyazlı ve imtiyazsız payların kendi arasında farklılaştırılması yöntemi.

9.1.1. Özkaynak Değerine Kontrol Primi Eklenmesi

Şirketlerde kontrol gücü çoğunluk paylarla sağlanabileceği gibi, %10 hatta %1 oranındaki imtiyazlı payların alınması yoluyla da sağlanabilmektedir. Bu doğrultuda kontrol gücü, birim pay değeri üzerinden değil, şirketin kontrol gücüne sahip olmanın toplam değeri üzerinden hesaplanması gerektiği sonucunu doğurmaktadır.

Şirketin hesaplanan piyasa değerine kontrol primi ilave edilmesi yönteminde kontrol primi olarak geniş bir aralık olmakla birlikte ortalama özkaynak değerinin %10 – %30 aralığında ek değer ilave edilmesi yoluyla imtiyazlı pay değeri belirlendiği görülmektedir.

Bu doğrultuda Şirketin hesaplanan özkaynak değerine eklenmiş kontrol primi dahil şirket ve pay gruplarına göre birim pay değerleri aşağıda gösterilmektedir.

Özkaynak Değeri	47.295.803	47.295.803	47.295.803	47.295.803	47.295.803
Kontrol Prim Oranı	10,00%	15,00%	20,00%	25,00%	30,00%
Kontrol Primi	4.729.580	7.094.370	9.459.161	11.823.951	14.188.741
Kontrol Primi Dahil Özkaynak Tutarı	52.025.383	54.390.173	56.754.963	59.119.753	61.484.544
B Grubu Hamiline Yazılı Payların Değeri	35.752.420	35.752.420	35.752.420	35.752.420	35.752.420
B Grubu Hamiline Yazılı Birim Pay Değeri	2,0041	2,0041	2,0041	2,0041	2,0041
A Grubu Hamiline Yazılı Payların Değeri	16.272.963	18.637.753	21.002.543	23.367.333	25.732.123
A Grubu Nama Yazılı Birim Pay Değeri	2,8252	3,2357	3,6463	4,0568	4,4674

Halka açık şirket olan RTA'nın imtiyazlı paylarının değeri belirlenirken muhafazakar bir yaklaşımla %10 kontrol primi uygulanmasının uygun olacağı düşünülmüştür. Bu doğrultuda imtiyazlı paylar için 4.729.580 TL kontrol primi hesaplanırken, A grubu nama yazılı imtiyazlı paylar için birim pay değeri ise 2,8252 TL'ye denk gelmektedir. Kontrol primi dahil şirketin özkaynak değeri ise bu doğrultuda 52.025.383 TL olarak hesaplanmaktadır.

B grubu hamiline yazılı payların değeri ise 2,0041 TL olmaktadır.

9.1.2. İmtiyazlı ve İmtiyazsız Payların Kendi Arasında Farklılaştırılması Yöntemi

RTALB'nin şirket sermayesinin pay grupları bazında dağılımı ve imtiyazlara ilişkin bilgiler aşağıda belirtilmiştir.

Pay Grubu	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı (TL)
A	5.760.000,00	24,41%
B	17.840.000,00	75,59%
Toplam	23.600.000	100,00%



İmtiyazlı Paylar

Şirket esas sözleşmesinin 7. maddesine göre 5 üyeden oluşan yönetim kurulu üyelerinin 2'si A grubu nama yazılı pay sahiplerinin çoğunluğunun göstereceği adaylar arasından seçilir. Esas Sözleşme'nin 9. maddesine göre yapılacak olağan ve olağanüstü genel kurul toplantılarında A grubu nama yazılı pay sahiplerinin 15 oy hakkı vardır. 5.760.000 TL nominal değerli A grubu imtiyazlı payların 2.885.760 TL nominal değerli kısmı İCG Finansal Danışmanlık'a ve 2.874.240 TL nominal değerli kısmı Güler Yatırım Holding'e aittir.

B Grubu hamiline yazılı paylara ise özel bir hak veya imtiyaz tanınmamıştır.

- **Yönetim Kurulu Üyelerinin Seçiminde Aday Gösterme İmtiyazı:** Şirket esas sözleşmesinin 7. maddesine göre 5 üyeden oluşan yönetim kurulu üyelerinin 2'si A grubu nama yazılı pay sahiplerinin çoğunluğunun göstereceği adaylar arasından seçilir.

Bu doğrultuda pay gruplarına göre yönetim kurulu üye seçimindeki aday gösterme imtiyazları yönetim kurulu üye sayısına göre aşağıdaki gibi şekillenmektedir.

Yönetim Kurulu Üye Seçiminde İmtiyaz				
Üye Sayısı	A Grubu	B Grubu	A Grubu Oranı	B Grubu Oranı
5	2	3	40,00%	60,00%

Şirketin mevcut yönetim kurulu üye sayısına göre imtiyaz oranı %40'tır.

- **Genel Kurulda Oy Hakkı İmtiyazı:** Esas Sözleşme'nin 9. maddesine göre yapılacak olağan ve olağanüstü genel kurul toplantılarında A grubu nama yazılı pay sahiplerinin 15 oy hakkı vardır. B grubu pay sahiplerinin veya vekillerinin her bir pay için 1 oy hakkı bulunmaktadır. Bu doğrultuda pay grupları arasındaki imtiyaz çerçevesinde oy hakkı oranları aşağıda gösterilmiştir.

Pay Grubu	Sermaye Tutarı (TL)	Genel Kurulda Oy Hakkı Oranı	
A	5.760.000	86.400.000	82,89%
B	17.840.000	17.840.000	17,11%
Toplam	23.600.000	104.240.000	100,00%

Özetle belirtmek gerekirse şirket değeri üzerinden kardan pay alma hakkı, tasfiye değerinden pay alma hakkı, genel kurulda oy kullanma hakkı ve yönetim kurulu üyelerinin seçiminde aday gösterme imtiyazları, diğer haklara göre daha fazla önem arz ettiğinden söz konusu haklara göre oranlar aşağıda yer almaktadır.

Pay Grubu	Dönem Karından Pay Alma Oranı	Özkaynaklardan Pay Alma (Tasfiye Payı) Oranı	Genel Kurulda Oy Hakkı Oranı	Yönetimi Tayin Etme Hakkı Oranı	Yönetimi Tayin Etme Hakkı Oranı
A	24,41%	24,41%	82,89%	40,00%	42,92%
B	75,59%	75,59%	17,11%	60,00%	57,08%
Toplam	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

İmtiyazlı paylar aracılığıyla temel olarak yönetim kurulu üyelerinin belirlenmesi imtiyazı nedeniyle alınacak kararlarda çoğunluk yakalanabilmektedir. A ve B grubu payların temsil ettiği temel hakların sermayede temsil ettiği oranlar eşit olarak ağırlıklandırılarak A grubu payların şirket değeri üzerindeki payı %42,92 oranına denk gelmektedir.

Bu bilgiler ışığında A ve B grubu paylar için hesaplanmış birim pay değerleri aşağıdaki şekilde oluşmaktadır.

Pay Grubu	Sermaye Tutarı (TL)	Şirket Değerinden Pay Alma Oranı	Şirket Değerinden Pay Alma Tutarı (TL)	Birim Pay Değeri (TL)
A	5.760.000	42,92%	20.301.629,64	3,5246
B	17.840.000	57,08%	26.994.173,06	1,5131

RTALB paylarında A grubu paylar için 8.758.247 TL kontrol primi hesaplanırken, söz konusu kontrol priminin özkaynaklara oranı %15,95 olarak hesaplanmaktadır.

Bu doğrultuda A grubu nama yazılı imtiyazlı paylar için birim pay değeri 3,5246 TL olarak hesaplanırken, B grubu hamiline yazılı paylar için 1,5131 TL birim pay değeri belirlenmiştir.

9.1.3. Nihai İmtiyazlı ve İmtiyazsız Pay Değeri

RTA'nın paylarının satışı imtiyazlı ve imtiyazsız paylar arasında fiyat farkı gözetilerek alıcı ve satıcı arasında pazarlık usulüyle belirlenmiştir. RTA'nın imtiyazlı paylarının değeri belirlenirken, uygulamada temel olarak kullanılan iki yöntem de incelenmiş olup, daha muhafazakar bir değer ihtiva eden %10 kontrol primi uygulamasının halka açık şirket niteliğinde olan RTALB için uygun olacağı düşünülmüştür.

Bu doğrultuda A grubu nama yazılı imtiyazlı paylar için birim pay değeri 2,8252 TL olarak hesaplanırken, B grubu hamiline yazılı paylar için 2,0041 TL birim pay değeri belirlenmiştir.

27.09.2018

İNVESTAZ
Yatırım Menkul Değerler A.Ş.