

Tepa Tıbbi ve Elektronik Ürünler Fiyat Tespit Raporu Analizi

Bu rapor, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Rapor, Ulus Menkul Değerler A.Ş. (Ulus Menkul) tarafından Tepa Tıbbi ve Elektronik Ürünler Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Tepa) için hazırlanmış Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmektedir. Tepa'nın halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir.

ŞİRKET: Tepa'nın ana faaliyet konusu başta teşhise yönelik kardiyoloji cihazları olmak üzere her türlü tıbbi, analitik ve elektronik makine, alet, cihaz ve malzemeler ile bunlarda kullanılan her türlü yedek parça ve sarf gereçlerinin imal, ithal, ihraç, alım, satım, pazarlama, bakım, onarım ve montaj işlerini yürütmek, alıcılar ile satılan malların bakımı amacıyla periyodik teknik servis sözleşmeleri yapmaktır. Tepa, bağlı ortaklığı Kardiosis'in geliştirdiği ve özgün ürünler olan PC tabanlı EKG ve medikal amaçlı özel koşu bantlı Efor EKG sistemlerinin satışını da yapmaktadır.

HALKA ARZ ÖZETİ: Tepa'nın çıkarılmış sermayesinin 3,350,000 TL'den 4,350,000 TL'ye artırılmasında, mevcut ortakların rüçhan haklarının kısıtlanması yoluyla ihraç edilecek 1,000,000 TL nominal değerli paylar (şirket sermayesinin % 29.85'i) 3.00 TL hisse fiyatı ile halka arz edilecektir. Böylece şirketin halka açıklık oranı %22.99 seviyesinde oluşacaktır. Halka arz sabit fiyat ve en iyi gayret yöntemi ile yapılacak olup halka arzda satılamayan paylar olması durumunda Ulus Menkul bakiyeyi yüklenecektir. TEPAS hisseleri Gelişen İşletmeler Piyasası'nda (GİP) işlem görecektir. Şirket, halka arzdan elde edilecek gelirin, Ar-Ge yatırımlarının devamı ve yeni ürünlerin realizasyonu ile birlikte organizasyon, pazarlama ve satış gereksinimlerinin giderilmesi için kullanılacağını belirtmiştir. Şirketin 31.12.2012 tarihi itibarıyla 673,600 TL geçmiş yıl zararı bulunmaktadır. Dolayısıyla şirket geçmiş yıl zararlarını karşılayacak bir kar elde edene kadar veya yıllar içinde geçmiş yıl zararlarını mahsup edene kadar kar dağıtımını yapamayacaktır.

Halka Arz Detayları

Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	: 3,350,000
Halka Arz Yöntemi	: Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Bakiyeyi Yüklenim Aracılığı
Halka Arz Büyüklüğü	: Sermaye Artırımı: 1,000,000
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	: 4,350,000
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	: 22.99%
Talep Toplama Tarihleri	: 20-24 Haziran
Halka Arz Fiyatı	: 3.00 TL
Halka Arz Piyasa Değeri	: 13,050,000 TL
Satmama Taahhüdü	: Yoktur
Bakiyeyi Yüklenim	: Halka arz edilen tutarın tamamen satılamaması durumunda Ulus Menkul bakiyeyi yüklenecektir. Ulus Menkul hisselerin BİAŞ'ta işlem görmeye başlamasından itibaren 6 ay boyunca portföyündeki hisseleri halka arz fiyatının altında satamayacaktır.

Ortaklık Yapısı

Ortak	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı
RE Grup Dış Ticaret A.Ş.	1,000,000	29.85%	1,000,000	22.99%
Mehmet Dursun Er	750,345	22.40%	750,345	17.25%
Anadolu Girişim Sermayesi Y.O. A.Ş.	1,201,975	35.88%	1,201,975	27.63%
Vuslat Turunç	250,000	7.46%	250,000	5.75%
O. Fikret Küçükdeveci	137,945	4.12%	137,945	3.17%
Süleyman Ergun Uzunoğlu	8,113	0.24%	8,113	0.19%
Ali Yaşar Çevik	811	0.02%	811	0.02%
Metin Çevik	811	0.02%	811	0.02%
Halka Arz	-	-	1,000,000	22.99%
TOPLAM	3,350,000	100.00%	4,350,000	100.00%

FİYAT TESPİT RAPORU ANALİZİ - GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Fiyat tespit raporunun ("FTR") net ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz. FTR'de bulunan şirket ve sektör verilerinin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup ayrıca mali ve hukuki inceleme yapılmamıştır.

Ulus Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 29 Mart 2013 tarihli fiyat tespit raporuna göre,

- Tapa'nın halka arz edilecek paylarının birim fiyatı 3.00TL olarak tespit edilmiştir. Değerlemede İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve Piyasa Çarpanları Analizi yöntemleri kullanılmış ve her iki yöntem sonucunda bulunan sonuçlara %50 ağırlık verilmiştir. Hesaplanan piyasa değerine %28.2541 iskonto oranı uygulanmıştır ve şirketin iskonto sonrası piyasa değeri 13,050,000 TL olarak belirlenmiştir.
- Piyasa Çarpanları Analizi yöntemine göre yapılan değerlemede GİP'te işlem gören şirketlerin Piyasa Değeri / Defter Değeri, Fiyat / Kazanç, Fiyat / Satışlar ve Fiyat / Faaliyet Karı çarpanları kullanılmıştır. Bu 4 çarpan kullanılarak bulunan hedef piyasa değerlerinin eşit ağırlıklı ortalaması alınarak Tapa için 11,234,734 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.
- İNA yöntemine göre yapılan değerlemede 2013-2017 yıllarını kapsayan projeksiyon döneminde net satışların yıllık bazda bileşik %45.4 büyüyerek 2017'de 61.6mn TL'ye ulaşacağı hesaplanmıştır.
- Projeksiyon dönemi boyunca (2013-2017) brüt kar marjının %45-%51 bandında gerçekleşmesi ve faaliyet karı marjının kademeli olarak %11.4 seviyesine kadar yükselmesi beklenmektedir.
- Değerlemede kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) %13.39, artık değer hesaplamasında kullanılan büyüme oranıysa %2.00 olarak belirlenmiştir. İskonto oranının hesaplanmasında risksiz faiz oranı %7.04, borçlanma maliyeti %12.50, risk primi %2.46, borç ağırlığı %71.25, özsermaye ağırlığı %28.75 olarak alınmıştır. Beta 1.00 kabul edilmiştir.
- İNA yöntemine göre yapılan değerlemede Tapa'nın piyasa değeri 25,143,680 TL olarak hesaplanmıştır.

FTR'da kullanılan değerlendirme yöntemleri hakkındaki görüşlerimiz aşağıdadır:

- Piyasa Çarpanları Analizi yönteminde kullanılan emsal şirketler, Tapa'yla aynı piyasada işlem görecektik olmalarına karşın, Tapa'dan farklı sektörlerde faaliyet göstermektedir. Farklı sektörlerde işlem gören şirketlerin değerlendirme kullanılması genel bir fikir vermekle birlikte, bu analizden çok sağlıklı sonuçlar elde edilemeyebileceğini düşünüyoruz. Ayrıca, FTR'nun 29 Mart 2013 tarihinde yapılmış olması nedeniyle çarpanlar güncel değildir.
- İNA yöntemine göre yapılan değerlendirme, 2013 - 2017 projeksiyonlarında kullanılan bileşik %45.4 satış büyümesi ve faaliyet karını marjının kademeli olarak %11.4 seviyesine kadar yükselmesi iyimser bir tahmin olabileceğini düşünüyoruz. Nitekim, İNA yönteminde değerin büyük bir kısmı artık değerden gelmektedir.
- Kullanılan %13.39 AOSM oranının bileşenleri ile, bu oranın sağlanması yapılamamaktadır. Bununla birlikte, AOSM olarak %13.39 kullanıldığı kabulüyle yapılan İNA ve piyasa çarpanları ile bulunan değerlerin, eşit ağırlıklı ortalamasına uygulanan %28.2541'lik halka arz iskontosunun, şirketin ölçeği göz önünde bulundurulduğunda düşük olduğu düşünülmektedir.
- Sektörün devlet regülasyonlarına tabi olması, ortopedik malzemeler için üniversite ve devlet hastanelerinde bir yılı geçebilen çok uzun ödeme vadelerinin işletme sermayesini artırabilmesi, Tapa'nın bağlı ortaklığı Ortepa Ortopetik ve Tıbbi Ürünler San. ve T. A.Ş. aleyhine devam eden dava sürecinin finansal tablolar üzerinde olumsuz etkilerinin olabileceğini düşünüyoruz.

Ek- FİYAT TESPİT RAPORU - ULUS MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Ulus Menkul tarafından Tepas için hazırlanmış Halka Arz Fiyat Tespit Raporu şirketin KAP sayfasında mevcuttur. Bu raporun sonuç kısmı aşağıdadır:

NIHAİ PİYASA DEĞERİ

Yukarıdaki iki yöntemle göre hesapladığımız piyasa değerlerine %50'şer ağırlık verilerek nihai piyasa değerine ulaşılmıştır.

Yöntem	Piyasa Değeri (TL)	Ağırlık (%)	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri (TL)
Piyasa Çarpanları	11.234.734	50	5.617.367
İskonto Edilmiş Nakit Akışı	25.143.680	50	12.571.840
Tepa Piyasa Değeri			18.189.207

Buna göre Tepas'nın nihai değeri olarak 18.189.207 TL'ye ulaşırız. Hesapladığımız bu piyasa değeri içine Tepas'nın halka arzdan elde etmeyi öngördüğü gelir hesaplamalara dahil edilmemiştir.

Halka Arz Değeri

Tepa yöneticileri ve Ulus Menkul, yatırımcılara avantaj sağlamak amacı ile Tepas'nın hesaplamış olduğumuz değeri üzerinden halka arz iskontosu uygulanmasına ve bu iskonto uygulaması ardından halka arz değerinin tespit edilmesine karar vermişlerdir.

Uygulanacak halka arz iskonto oranı Tepa ve Ulus Menkul tarafından %28,2541 olarak belirlenmiştir. %28,2541 iskonto uygulaması ardından Tepas'nın halka arz değeri 13.050.000 TL ve hisse başına halka arz fiyatı 3,00 TL olarak belirlenmiştir.

Tepa - ÖZET FİNANSALLAR

Gelir Tablosu (TL)	2010	2011	2012
Satış Gelirleri	8,471,249	11,135,546	9,478,666
Satışların Maliyeti	-4,707,092	-5,574,309	-5,159,177
Brüt Kar	3,764,157	5,561,237	4,319,489
<i>Pazarlama Satış Giderleri</i>	<i>-1,030,627</i>	<i>-1,763,009</i>	<i>-1,646,163</i>
<i>Genel Yönetim Giderleri</i>	<i>-1,573,137</i>	<i>-1,778,530</i>	<i>-1,640,089</i>
<i>Ar-Ge Giderleri</i>	<i>-225,354</i>	<i>-161,232</i>	<i>-286,514</i>
Faaliyet Giderleri	-2,829,118	-3,702,771	-3,572,766
Faaliyet Karı	935,039	1,858,466	746,723
Diğer Faaliyet Gelir / Gider	-10,064	-253,018	98,951
Finansal Gelir / Gider	-309,738	-580,129	-613,008
Dönem vergi gideri	-242,272	-340,039	-122,935
Dönem Karı/Zararı	383,029	938,298	10,780
Amortisman ve itfa	107,775	131,600	95,103
FVAÖK	1,042,814	1,990,066	841,826
FVAÖK marjı	12.3%	17.9%	8.9%
Net Kar marjı	4.5%	8.4%	0.1%

Bilanço (TL)	2010	2011	2012
Dönen Varlıklar	7,672,236	10,346,259	13,187,134
Nakit ve nakit benzerleri	87,828	308,873	1,252,529
Ticari Alacaklar	4,792,537	6,154,436	5,749,554
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	21,455	85,744	664,152
Stoklar	1,985,911	2,810,276	4,622,685
Diğer Alacaklar	16,750	8,724	36,785
Diğer Dönen varlıklar	767,755	978,206	861,429
Duran Varlıklar	705,526	565,596	891,168
Ticari Alacaklar	-	-	17,826
Maddi varlıklar	536,021	431,231	609,826
Maddi olmayan varlıklar	8,475	15,757	47,168
Ertelenen vergi varlığı	161,030	118,608	122,604
Toplam Varlıklar	8,377,762	10,911,855	14,078,302
Kısa Vadeli Yükümlülükler	6,374,525	7,349,927	9,018,941
Finansal Borçlar	2,050,851	3,442,551	4,375,011
Ticari Borçlar	2,827,324	3,191,650	3,512,222
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	826,741	233,500	705,067
Diğer Borçlar	273,943	87,958	174,486
Dönem karı vergi yükümlülüğü	-	120,578	1,472
Borç Karşılıkları	38,668	54,099	134,462
Diğer Yükümlülükler (net)	356,998	219,591	116,221
Uzun Vadeli Yükümlülükler	760,301	1,415,365	1,011,503
Finansal Borçlar (net)	656,435	1,301,641	868,122
Kıdem Tazminatı karşılıkları	97,605	77,191	121,043
Ertelenen vergi yükümlülüğü	6,261	10,151	15,743
Özsermaye	1,242,936	2,146,563	4,047,858
Toplam Yükümlülükler & Özsermaye	8,377,762	10,911,855	14,078,302

Bu rapordaki veri ve grafikler güvenirliliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.ř.'nin görüşünü yansıtacaktır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.ř.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisab edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. Rapor gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Garanti Yatırım

Etiler Mahallesi Tepecik Yolu Demirkent Sokak

No.1 34337 Beřiktař, İstanbul

Telefon: 212 384 11 21

Faks: 212 352 42 40

E-mail: arastirma@garanti.com.tr