

AVB Biyoteknoloji A.Ş. Değerleme Raporu

Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Merdivenköy Mah. Bora Sok. Göztepe Nida
Kule İş Merkezi No:1 Kat:17 34732 Kadıköy
İstanbul

Tel : 0216 444 1 263

19/09/2023

Rapor Bilgileri

- a) **Raporun Tarihi:** 19 Eylül 2023
- b) **Raporun Türü:** Şirket Değerleme Raporu
- c) **Değerleme Para Birimi:** ABD Doları
- d) **Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve Adresi:** Merdivenköy Mah. Bora Sok. Göztepe Nida Kule İş Merkezi No:1 Kat:17 34732 Kadıköy İstanbul
- e) **Değerlemeyi Gerçekleştiren Kişi:** Rapora konu varlığın değerlemesi Bizim Menkul Değerler A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürü İlker Şahin tarafından yapılmıştır. SPL Sicil numarası 31839 olan İlker Şahin 211071 numaralı Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansına sahip olmakla beraber türev ürünler lisansı almaya da hak kazanmıştır.
- f) **Müşteri:** Global MD Portföy Yönetimi A.Ş. Health Tech Sağlık Teknolojileri Girişim Sermayesi Yatırım Fonu.
- g) **Değerlemeyi Yapanın Değerlemeye Konu Varlık ve Müşteri İle Olan İlişkisi:** Bizim Menkul Değerler A.Ş. ile Global MD Portföy Yönetimi A.Ş. Health Tech Sağlık Teknolojileri Girişim Sermayesi Yatırım Fonu arasında iştirak veya ortaklık ilişkisi bulunmamaktadır. BMD tarafından Global MD Portföy Yönetimi A.Ş. Health Tech Sağlık Teknolojileri Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'na son 3 yılda herhangi bir hizmet verilmemiştir. Değerlemeye konu olan "AVB Biyoteknoloji A.Ş." ile BMD arasında herhangi bir ticari ilişki veya ortaklık ilişkisi bulunmamaktadır. BMD tarafından ilgili şirkete son 3 yılda herhangi bir hizmet verilmemiştir.
- h) **Değerleme Tarihi:** 15 Eylül 2023
- i) **Dayanak Sözleşme Tarihi:** 10 Temmuz 2023



Global MD Portföy Yönetimi A.Ş. Health Tech Sağlık Teknolojileri Girişim Sermayesi Yatırım Fonu, İstanbul, Türkiye

AVB Biyoteknoloji A.Ş. ("Şirket") değerini içeren "Değerleme Raporu" çalışmamızı tamamlamış bulunmaktayız. Bu değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği" gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu Bizim Menkul Değerler A.Ş. olarak beyan ederiz.

Bu değerlendirme çalışması AVB Biyoteknoloji A.Ş.'nin değerine gösterge olması mahiyetinde Global MD Portföy Yönetimi A.Ş. Health Tech Sağlık Teknolojileri Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'nun talebi doğrultusunda gerçekleştirilmiştir.

Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır. Bilerek aldatıcı, hatalı, ön yargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamıştır. Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür. Değerleme çalışması bağımsızlık ve objektiflik ilkelerine bağlı kalınarak kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir. Değerleme ücreti, değerlendirme çalışmasının tamamlanmasından önce tespit edilmiş olup değerlendirme çalışmasının sonucuna veya raporun herhangi bir kısmına hiçbir şekilde bağlı değildir.

Bu değerlendirme çalışması kesinlikle tekrar çıkarılmak, çoğaltılmak, kopyalanmak ve/veya SPK'nın ilgili tebliği gereğince raporun sonuçlarına ihtiyaç duyan kurumlar haricinde başkasına dağıtılmak üzere hazırlanmamıştır.

Finansal Değerlemesi yapılan varlık ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergi ile ilgili bir durum tespiti yapılmamıştır. Burada ifade edilen değer, hukuki ve vergi durum tespitleri haricinde belirlendiği göz ardı edilmemelidir. Değerlemesi yapılan varlıkların fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapılmamış olup bu konuda herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Bu çalışmada şirket için bulunan değer alım veya satım fiyatı olarak da esas teşkil etmemektedir ve etmemelidir. Buna ilave olarak; bulunan değer üzerinden alım-satım işlemi yapılması ve/veya işlemin teminatlandırılması, bu çalışmaya dâhil edilmemiş olan birçok faktörün de göz önünde bulundurulmasını gerektirmektedir. Bizim Menkul Değerler A.Ş. alım-satım ve/veya teminatlandırma işlemlerinde herhangi bir yükümlülük veya sorumluluk kabul etmemektedir ve etmeyecektir.

Bu değerlendirme çalışmasında AVB Biyoteknoloji A.Ş. ve Global MD Portföy Yönetimi A.Ş. Health Tech Sağlık Teknolojileri Girişim Sermayesi Yatırım Fonu yetkililerinin tarafımıza ilettiği verilerden ve raporlardan yararlanılmıştır. Şirketimiz, bu bilgilerin makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşamamıştır. Bununla birlikte elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğruluğuna güvenmiş olup; bu bilgilerin doğruluğu konusunda şirketimiz veya çalışanları tarafından herhangi bir beyan verilmemiştir ve bu konuda herhangi bir sorumluluk da kabul edilmemiştir ve edilmeyecektir.

Raporun bütünlüğünü ve değerlemenin daha anlaşılır olmasını sağlamak adına Şirket yetkililerinin tarafımıza ilettiği veriler dışında BMD'nin güvenilir olduğunu düşündüğü yayımlanmış bilgilerden ve veri kaynaklarından derlenmiş veriler de raporda kullanılmıştır. Kullanılan bilgilerin hatasızlığı ve/veya eksiksizliği konusunda BMD hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, burada yer alan tahmin, yorum ve tavsiyeler rapor tarihi itibarıyla geçerlidir. BMD Kurumsal Finansman Bölümü daha önce hazırladığı ya da daha sonra hazırlayacağı raporlarda bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerden farklı ya da bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerle çelişen başka tahmin, yorum ve tavsiyelerde bulunabilir. Çelişen fikir ve tavsiyeler bu raporu hazırlayan kişilerden farklı zaman dilimlerine işaret ediyor, farklı analiz yöntemlerini içeriyor ya da farklı varsayımlarda bulunuyor olabilir. Böyle durumlarda, BMD'nin bu raporlardaki tavsiye ve görüşlerle çelişen diğer BMD Kurumsal Finansman Bölümü raporlarını okuyucunun dikkatine sunma zorunluluğu yoktur.

Bu değerlendirme çalışması, AVB Biyoteknoloji A.Ş. ve Global MD Portföy Yönetimi A.Ş. Health Tech Sağlık Teknolojileri Girişim Sermayesi Yatırım Fonu yetkililerinin sağladığı verileri baz alarak Şirket'in sahip olabileceği piyasa değeri hakkındaki görüşümüzü yansıtmakta olup, burada yer alan tahminler, beklentiler veya diğer bilgilerin makul olması veya başarısı konusunda hiçbir beyan verilmemiştir ve verilmeyecektir ve bu konuda herhangi bir sorumluluk kabul edilmemiştir ve edilmeyecektir.

Bu değerlendirme çalışmasının kullanılması sonucunda doğabilecek olan doğrudan veya dolaylı zararlardan şirketimiz ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu olmayacaktır. Bu rapor, değerlendirme yapılan şirketler ile ilgili ihtiyaç duyulabilecek bütün verileri içeriyor kabul edilmemelidir.

İşbu değerlendirme raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen 3 değerlendirme yaklaşımı (Maliyet Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı, Pazar Yaklaşımı) dikkate alınmıştır. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 10.3 uyarınca bir varlığa ilişkin değerlendirme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde amaç belirli durumlara en uygun yöntemin bulunmasıdır.

Şirket'in değerinin tespitinde aşağıdaki yöntem kullanılmıştır.

Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları - Şirketin faaliyet konusunun doğrudan sınai veya ticari faaliyetlerde bulunarak gelir etmek olması göz önünde bulundurularak Şirket'in değer hesabında Gelir Yaklaşımını kullanılmıştır.

Pazar Yaklaşımı: Venture Capital (VC) Metodu - VC yöntemine göre start-up şirkete yatırım yapan yatırımcılar belli bir süre sonunda çıkış stratejileri kapsamında Şirket'teki paylarını satacaktır. Bu çıkış stratejisinin halka arz olduğu ve 2026 yılı finansallarıyla Borsa İstanbul'da işlem görmesi halinde Şirketin sahip olabileceği piyasa değeri hesaplanmıştır.

İNA Değeri: Raporun ilgili bölümlerinde Şirket'in gelir gider varsayımları gösterilmiştir. Baz senaryo olarak Şirket Yönetimi'nin öngördüğü gelirlerinin %50 oranında gerçekleşeceği kabul edilerek ihtiyatlı bir yaklaşım sergilenmeye çalışılmıştır. Maliyet ve gider tarafından şirketin öngörüsü aynen kullanılmıştır. Bununla beraber öngörülen gelirin gerçekleşme oranına göre Şirket'in sahip olabileceği piyasa değeri aralığı duyarlılık analizi ile gösterilmiştir. 2033 yılındaki nakit akımları %2 uç değer büyüme oranı varsayımıyla uç değer hesabında dikkate alınmıştır.

Serbest nakit akımları dolar bazlı %65 AOSM ile indirgenmiş ve net borç nakit öncesi firma değeri 75.137.550 USD olarak tespit edilmiştir. Firma Değerinden 127.817 USD net borç düşülerek Şirket'in piyasa değeri 75.009.733 USD tespit edilmiştir.

AVB İNA Değeri, USD	
Uç Değer Büyüme Oranı	2%
AOSM	65,0%
Firma Değeri	75.137.550
Net Borç	127.817
Piyasa Değeri	75.009.733

İNA Duyarlılık Analizi

Faaliyetine uzun süredir devam eden ve gelecek büyümeleri geçmişle uyumlu olan şirketler için dolar bazlı AOSM %10-20 bandında yer alırken Şirket'in başlangıç aşamasında olması ve gelecek dönemde yüksek büyüme öngörülmesine istinaden baz senaryoda Şirket yönetiminin beklediği gelirin %50 oranında gerçekleşmesi ve %65,0 AOSM kullanılarak 75.009.733 dolar piyasa değeri tespit edilmiştir.

Yatırımcının projeksiyonun gerçekleşme ihtimali ve Şirket'e yatırım yaparken beklediği getiri oranına (AOSM) göre Şirketin piyasa değeri değişebilmektedir.

Öngörülen 2024-2033 projeksiyon dönemindeki Şirketin beklediği gelirin %10-%100 bandında gerçekleşecek olması durumunda, AOSM'nin %30-%100 aralığında değişmesi durumunda, uç değer büyüme oranının %0-2 bandında değişmesi durumunda Şirket'in sahip olabileceği piyasa değeri duyarlılık analizi yapılarak analiz edilmiştir.

Öngörülen ciroların gerçekleşme oranının %10 olması halinde %30 AOSM oranıyla Şirketin değeri 37,1 milyon dolara kadar gerilerken Şirket öngördüğü cironun %100'üne ulaşabilirse Şirketin değeri %65 AOSM oranıyla 176,2 milyon dolara kadar yükselebilmektedir. İkili parametrelere göre Şirketin değerinin yerleşebileceği aralık aşağıdaki tablolarda gösterilmektedir.



AVB'nin Piyasa Değerinin AOSM & Gelir Duyarlılık Analizi

TL	Baz Değer 75.009.733	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti				
		30,00%	45,00%	65,00%	80,00%	100,00%
Öngörülen Gelirin Gerçekleşme Oranı	10%	37.119.739	3.279.837	-5.943.605	-7.130.973	-6.999.919
	20%	179.043.433	56.767.487	14.294.730	4.241.411	-953.592
	50%	604.814.513	217.230.437	75.009.733	38.358.564	17.185.387
	75%	959.623.746	350.949.563	125.605.569	66.789.525	32.301.203
	100%	1.314.432.979	484.668.688	176.201.406	95.220.486	47.417.019

AVB'nin Piyasa Değerinin FAVÖK & Uç Değer Duyarlılık Analizi

TL	Baz Değer 75.009.733	Öngörülen Gelirin Gerçekleşme Oranı				
		10%	20%	50%	75%	100%
Uç Değer Büyüme Oranı	0,0%	-5.993.851	14.143.875	74.557.054	124.901.370	175.245.686
	0,5%	-5.981.582	14.180.712	74.667.592	125.073.326	175.479.059
	1,0%	-5.969.121	14.218.124	74.779.857	125.247.968	175.716.079
	1,5%	-5.956.463	14.256.125	74.893.890	125.425.361	175.956.832
	2,0%	-5.943.605	14.294.730	75.009.733	125.605.569	176.201.406

AVB'nin Piyasa Değerinin AOSM & Uç Değer Duyarlılık Analizi

TL	Baz Değer 75.009.733	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti				
		30,00%	45,00%	65,00%	80,00%	100,00%
Uç Değer Büyüme Oranı	0,0%	585.950.661	214.165.604	74.557.054	38.222.807	17.151.898
	0,5%	590.426.829	214.905.985	74.667.592	38.256.106	17.160.144
	1,0%	595.057.348	215.663.193	74.779.857	38.289.826	17.168.473
	1,5%	599.850.341	216.437.808	74.893.890	38.323.976	17.176.887
	2,0%	604.814.513	217.230.437	75.009.733	38.358.564	17.185.387

VC Yöntemi: VC yöntemine göre start-up şirkete yatırım yapan yatırımcılar belli bir süre sonunda çıkış stratejileri kapsamında Şirket'teki paylarını satacaktır. Bu çıkış stratejisinin halka arz olduğu ve 2026 yılı finansallarıyla Borsa İstanbul'da işlem görmesi halinde sahip olabileceği piyasa değeri hesaplanmıştır. Borsa İstanbul'da işlem bilşim şirketlerinin 15 Eylül 2023 tarihli FD/FAVÖK çarpanının 2026 yılında da aynı seviyede kalacağı öngörülerek 2026 yılı için Şirketin çarpan değeri hesaplanmıştır. Hesaplanan çarpan değerleri İNA'da kullanılan AOSM ile değerlendirilmesine (3,5 yıl) indirgenerek şirket için tahmini çarpan değerine ulaşılmıştır. Çarpan değerlemesinde uç değer etkisini elimine etmek adına 30x'un üstü çarpan değerleri medyan hesabına dahil edilmemiştir. VC Metodundan Şirket için 102.065.037 USD değer hesaplanmıştır.

Nihai Değer Takdiri: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizinden hesaplanan 75.009.733 USD değere %60, Pazar Yaklaşımı: Venture Capital (VC) Metoduyla hesaplanan 102.065.037 USD değere %40 ağırlık verilerek Şirket için **85.831.855 USD piyasa değeri** hesaplanmaktadır.

Şirket'in %31'ine iştirak ettiği Vebiotek Biyoteknoloji AŞ'nin özkaynağı 25 bin TL tutarındadır. Bu şirkete yönelik BMD tarafından değerlendirilmediği olup Vebiotek'in değeri nihai değerde dikkate alınmamıştır.

İNA metoduyla hesaplanan değere %60 ağırlık verilmesinin sebebi Şirket'in Start-up seviyesinde olması ve gelecek dönemdeki iş planına göre mevcut durumdaki gelir ve karlılığını artırma potansiyeli bulunmasıdır. Venture Capital (VC) Metoduyla hesaplanan değere %40 ağırlık verilmesinin sebebi Şirket'in beklediği ciro ve FAVÖK rakamlarının hali hazırda İNA'da yer almasıdır. 2026 yılında öngördüğü ciro ve FAVÖK'e ulaşabilirse şirketin değeri yükselecek olması risk priminin azalmasıyla doğrudan ilintilidir. Şirketin faaliyetlerinin normalize olması ve sürdürülebilir kar elde etmesi %65,0 AOSM yerine daha düşük bir indirgeme oranıyla indirgenmesini beraberinde getirecek ve bu durum şirket değerini artırıcı bir etken olacaktır.

AVB Piyasa Değeri, USD

Metod	İNA	Çarpan (VC)
Hesaplanan Değer	75.009.733	102.065.037
Ağırlık	60,0%	40,0%
Nihai Değer, USD	85.831.855	



Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Bu raporda hesaplanan değerler birçok varsayım ve parametreye bağlı olup kullanılan varsayım ve parametrelerde yaşanabilecek değişiklikler şirketin değeri üzerinde aşağı ya da yukarı yönlü etkide bulunabilir. Start-up seviyesindeki şirketlerin gelecek dönem nakit akışlarının tahmin edilmesinin oldukça zor olması ve olgun şirketlere göre tahminlerde sapma olasılığının daha fazla olması önemli bir risk unsurudur. Bu riski bir nebze elimine edebilmek adına Şirket'in öngördüğü projeksiyon dönemindeki gelirlerin tamamı değil %50'sinin gerçekleşeceği varsayımıyla ve olgun şirketlerde %10-15 bandında olmasını beklediğimiz AOSM %65,0 kullanılarak İNA değeri hesaplanmıştır. Farklı gelir gerçekleşme oranları ve AOSM'lerde Şirketin piyasa değerinin alabileceği aralık belirlenmeye çalışılmıştır. Gerçekleşen sonuçlar ve finansal projeksiyonlar çoğu zaman birebir uyuşmaz, tahmin edilenle gerçekleşen veriler farklılık arz eder. Buna, kimi zaman irade dışı gelişen olaylar ve piyasa şartları ile diğer şartlarda vukuu bulan ve öngörülemeyen değişiklikler sebep olur. Bu nedenle değerleme çalışmamız 2023 ve sonraki yıllara ilişkin finansal ve diğer projeksiyonların gerçekleşeceğine dair bir teminat olarak kabul edilmemelidir. Piyasa şartlarında ve/veya diğer şartlarda, öngörülenlerin dışında vukuu bulan gelişmelerden dolayı sorumluluk almamız mümkün değildir. Öte yandan, rapor tarihinden sonra oluşan piyasa şartları ve/veya diğer şartlar dolayısıyla, bu raporu yeniden tanzim etme ya da revize etme yükümlülüğümüz bulunmamaktadır.

Bizim Menkul Değerler A.Ş.
19 Eylül 2023

İçindekiler

1.	Değerlemeye Konu Şirket ve Sektör Hakkında Bilgi	- 8 -
1.1.	Kısaca AVB Biyoteknoloji	- 8 -
2.	Mali Veriler	- 15 -
2.1.	Gelir Tablosu	- 15 -
2.1.	Bilanço	- 15 -
3.	Değerleme	- 18 -
3.1.	Değerleme Metotları	- 18 -
3.2.	Start-up Şirketlerin Değerlemesi	- 18 -
4.	İndirgenmiş Nakit Akımı Değerlemesi	- 20 -
4.1.	İndirgenmiş Nakit Akımı Genel Varsayımlar	- 20 -
4.2.	İndirgeme Oranı Tespiti	- 21 -
4.3.	Net Borç	- 21 -
4.4.	Gelir Modeli	- 22 -
4.5.	Maliyet ve Giderler	- 26 -
4.6.	Yatırım & İşletme Sermayesi	- 26 -
4.7.	İndirgenmiş Nakit Akımları Değeri	- 27 -
4.8.	İNA Duyarlılık Analizi	- 29 -
5.	Pazar Yaklaşımı: Venture Capital (VC) Metodu	- 30 -
6.	Nihai Değer Takdiri	- 31 -
Ekler		- 32 -
	Ek1: Değerlemeyi Yapan Kişinin Beyanı	- 32 -
	Ek2: Değerlemeyi Yapan Kişinin Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı	- 32 -
	Ek3: Değerlemeye Konu Şirketin Değerlemeye Konu Mali Verileri	- 33 -
	Ek4: Bizim Menkul Değerler Bağımsızlık ve Tebliğ'e Uyum Beyanı	- 33 -
	Ek5: Heyet Raporu	- 34 -
	Ek6: Klinik Çalışma Raporu	- 36 -

