

**MLP SAĞLIK HİZMETLERİ A.Ş. Fiyat tespit raporuna ilişkin analist raporu****Halka Arz Detayları**

Borsa Kodu	MPARK
Halka Arz Şekli	Fiyat Aralığı İle Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı

**Talep Toplama Tarihleri** 01-02 Şubat 2018

Sermaye Artırımı (Nominal)	25.000.000 TL
Ortak Satışı (Nominal)	38.333.333 TL
Ek Satış (Nominal)	<u>Ortak Satışı</u> 9.500.000 TL
<b>TOPLAM Halka Arz Büyüklüğü - Ek Satış Hariç</b>	<b>63.333.333 TL</b>
<b>TOPLAM Halka Arz Büyüklüğü - Ek Satış Dahil</b>	<b>72.833.333 TL</b>

Tahsisat Grupları	<u>Yurtiçi Bireysel Yatırımcı</u> 2,50%
	<u>Yurtiçi Kurumsal</u> 7,50%
	<u>Yurtdışı Kurumsal</u> 90%

Halka Arz Öncesi Sermaye	176.458.254 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	201.458.254 TL

**Halka Açıklık Oranı** %31,44 (Ek Satış dahil %36,15)

**Halka Arz Fiyatı** 24,00 TL – 28,80 TL

Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Hariç)	<u>Taban Fiyat</u> 1.519.999.992 TL
	<u>Tavan Fiyat</u> 1.823.999.990 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	<u>Taban Fiyat</u> 1.747.999.992 TL
	<u>Tavan Fiyat</u> 2.097.599.990 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	<u>Taban Fiyat</u> 4.234.998.096 TL
	<u>Tavan Fiyat</u> 5.081.997.715 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	<u>Taban Fiyat</u> 4.834.998.096 TL
	<u>Tavan Fiyat</u> 5.801.997.715 TL

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

## Halka Arz Detayları...

- ✓ 01-02 Şubat 2018 tarihlerinde talep toplama işlemi gerçekleştirilecek olan MLP Sağlık Hizmetleri A.Ş. halka arzı ile ilgili önemli bilgiler bir önceki sayfadaki tabloda bilgilerinize sunulmuştur.
- ✓ Şirket ve satış yapan ortaklar için 180 gün herhangi bir şekilde hisse satışı mümkün değilken satış yapan ortaklar için halka arz fiyatının altında satmama taahhüdü ise 1 yıldır.
- ✓ Şirket payları Bist'te işlem görmeye başladıktan sonraki 30 gün boyunca fiyat istikrarını sağlayıcı işlem yapılması planlanmaktadır.

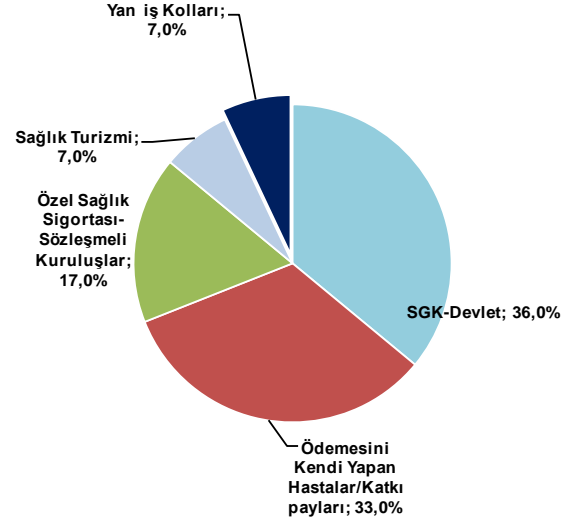
## Sektör Hakkında...

- ✓ Türkiye'de toplam sağlık harcamaları TÜİK verilerine göre 2016 yılında yaklaşık 120 Milyar TL olurken, sağlık harcamaları 2010 yılından 2016 yılına kadar yaklaşık %12 yıllık bileşik büyüme oranı yakalamıştır.
- ✓ Türkiye sağlık harcamalarının GSYH'ye oranı 2010 yılında %5,3 iken 2016 yılında %4,6'ya gerilemiştir. OECD ortalamalarında ise sağlık harcamalarının GSYH'ye oranının %9 olduğu görülmektedir.
- ✓ Toplam sağlık harcamalarının yaklaşık %78,5'i kamu tarafından yapılmaktadır.
- ✓ 2016 yılsonu itibarıyla Türkiye'de hizmet veren 144.827 hekim bulunurken, hekim başına 551 nüfus ve 4.735 hasta müracaatı düşmektedir. Türkiye'de her 1000 kişiye 1,8 hekim düşerken OECD ortalamasında bu sayı yaklaşık 3,4'tür.
- ✓ Türkiye'de her 1000 kişiye düşen yatak sayısı 2,73 seviyesinde iken bu sayı OECD ortalamasında yaklaşık 4,7'dir.
- ✓ Türkiye'de yatak kapasitesi yaklaşık 217.000 iken bu sayısının %21'i özel sağlık kurumları tarafından karşılanmaktadır. Son 10 yılda sağlıkta dönüşüm programıyla birlikte özel sağlık kurumlarının yatak sayısında elde ettiği büyüme kamuya göre daha fazla olmuştur.
- ✓ Özel sağlık kurumları yatarak tedavi olan hastaların %31'ine hizmet vermişlerdir. Bu açıdan kamuya göre daha verimli çalıştıkları söylenebilir.
- ✓ Türkiye'nin artan ve aynı zamanda yaşlanan nüfusu sağlık harcamalarının önümüzdeki dönemde şüphesiz artacağını gösterirken, refah seviyesinin artması da bu konuda katkı sağlayacaktır. OECD ortalamaları baz alındığında sektörün önünde büyüme potansiyeli olduğunu söyleyebiliriz.
- ✓ Sağlık reformuyla birlikte tüm temel sağlık hizmetleri ücretsiz hale gelirken aynı zamanda vatandaşlar anlaşmalı özel sağlık kurumlarından da faydalanabilmektedir. Bu durum anlaşmalı özel sağlık kurumlarının gelirlerinin bir kısmının kamu tarafından sağlandığı anlamına gelirken, kurum gelirlerinde defansif bir yan oluşturmaktadır. Bu kurumların gelirlerinin yaklaşık %40-45'i kamu tarafından oluşturulmaktadır.
- ✓ Ayrıca özel/tamamlayıcı sağlık sigortalarının kullanımının son yıllarda artmaya başlaması ile birlikte özel sağlık kurumlarına daha sık yönelmeye başlayan hastalar bu kurumların gelirlerine katkı yapmaktadır.

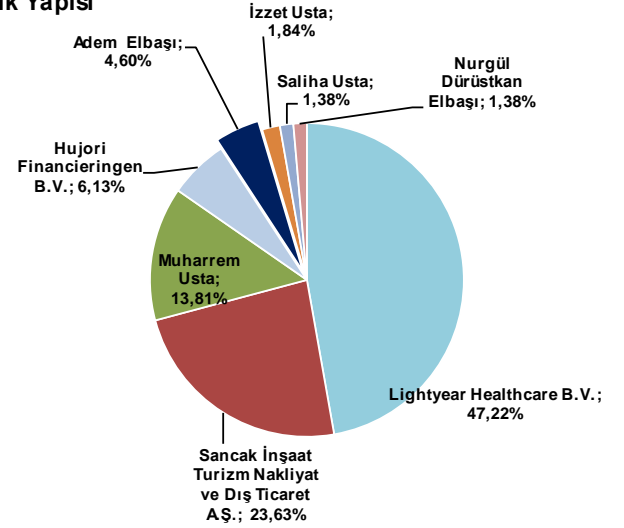
## Şirket Hakkında...

- ✓ 30 Eylül 2017 itibariyle 17 şehirde 29 hastane ile faaliyet gösteren MLP Sağlık Hizmetleri A.Ş. 5.330 yatak kapasitesi ile Türkiye'nin en büyük özel sağlık kuruluşudur.
- ✓ Şirketin özel kurumlar içerisinde pazar payı %11'dir. Özel sektör toplam hastane sayısı 562 iken en yakın rakibin hastane sayısı 16'dır.
- ✓ Şirket faaliyetlerini 3 marka altında sürdürmektedir; Liv Hospital, VM Medicalpark, Medicalpark.
- ✓ Şirketin faaliyetleri 3 ana kategoriden oluşmaktadır. Bunlar hastane hizmetleri, yönetim hizmeti sunulan hastaneler ve yan iş kollarıdır.
- ✓ Şirket 3 farklı segmentte 27 hastane ile hizmet vermektedir. 2 özel tıp fakültesi hastanesi ise yönetim danışmanlığı sözleşmeleri kapsamında şirket tarafından işletilmektedir. Şirket ayrıca görüntüleme hizmetleri, sigorta aracılığı, catering hizmetleri ve laboratuvar hizmetleri sunmaktadır.

## Gelir Dağılımı



## Ortaklık Yapısı



- ✓ Şirketin özet operasyonel verileri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir;

## Özet Operasyonel Veriler

Bin TL	2014/12	2015/12	2016/12	YBBO %	2016/09	2017/09	Değişim (%)
Hastane Sayısı	25	26	27	3,92%	26	29	11,5%
Yatak Sayısı	3.380	4.054	4.622	16,94%	4.272	5.330	24,8%
<b>Toplam Gelir</b>	<b>1.518.025</b>	<b>1.843.387</b>	<b>2.160.072</b>	<b>19,29%</b>	<b>1.569.256</b>	<b>1.873.356</b>	<b>19,4%</b>
<b>Raporlanan FAVÖK</b>	<b>195.857</b>	<b>234.713</b>	<b>354.098</b>	<b>34,46%</b>	<b>231.662</b>	<b>271.799</b>	<b>17,3%</b>
	12,9%	12,7%	16,4%		14,8%	14,5%	
<b>Düzeltilmiş FAVÖK</b>	<b>209.783</b>	<b>237.677</b>	<b>312.397</b>	<b>22,03%</b>	<b>222.456</b>	<b>282.294</b>	<b>26,9%</b>
	13,8%	12,9%	14,5%		14,2%	15,1%	
Hastane Başına Birim Hasılat	60.721	70.900	80.003	14,78%	60.356	64.598	7,0%
Yatak Sayısı Başına Birim Hasılat	449	455	467	2,01%	367	351	-4,3%
Hastane Başına Birim FAVÖK*	8.391	9.141	11.570	17,42%	8.556	9.734	13,8%
Yatak Sayısı Başına Birim FAVÖK*	62	59	68	4,35%	52	53	1,7%

Kaynak: Şirket

\*Düzeltilmiş FAVÖK: Tek seferlik kambiyo kar/zararı ve nakit çıkışı gerektirmeyen kalemlerin raporlanan FAVÖK rakamından çıkarılması/ eklenmesi ile elde edilmiştir.

## Gelir Tablosu ...

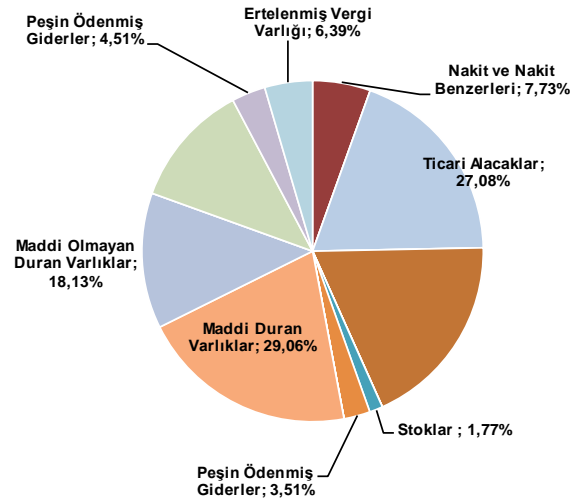
- ✓ Şirket 2016 yılında 2,16 Milyar TL hasılat elde ederken 2017 yılı ilk 9 ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre %19,4 artışla 1,87 Milyar TL gelir elde etmiştir.
- ✓ 2017/09 döneminde şirketin brüt karı %34,4 artışla 281 Milyon TL olurken, brüt kar marjı %15 seviyesindedir ve bir önceki yılın aynı dönemine göre 1,7 puan artış göstermiştir. Bununla birlikte 2014-2016 yılları arasında şirketin brüt kar marjı düşüş göstermiştir.
- ✓ Şirketin esas faaliyet kar marjınının 2014 yılından sonra sert bir düşüş yaşamış olduğu görülmektedir. Yıllar itibariyle esas faaliyet karlılığının dalgalanma gösterdiğini görüyoruz. 2017'nin ilk 9 ayı sonunda bir önceki yıla göre esas faaliyet karı %22,1 artış gösterirken esas faaliyet karlılığı 0,17 puan artış göstermiştir.
- ✓ Şirketin son 3 yıldır net dönem karı elde edemediği görülmektedir. 2017 yılı ilk 9 ayında şirketin net dönem zararı bir önceki yılın aynı dönemine göre %100 artarak 73 Milyon TL olmuştur.
- ✓ Şirketin gelir tablosunda önemli yer tutan esas faaliyetlerden diğer gelir/giderler büyük oranda faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı gelir/giderlerinden oluşmaktadır.
- ✓ Şirketin finansman giderleri faiz giderleri ve kur farkı giderlerinden oluşmaktadır.

Gelir Tablosu ( Bin TL)	2014/12	2015/12	2016/12	2016/09	2017/09	Değişim (%)
<b>Hasılat</b>	<b>1.518.025</b>	<b>1.843.387</b>	<b>2.160.072</b>	<b>1.569.256</b>	<b>1.873.356</b>	<b>19,38%</b>
Satışların Maliyeti	-1.240.166	-1.562.350	-1.853.759	-1.360.379	-1.592.539	
<b>BRÜT KAR</b>	<b>277.859</b>	<b>281.037</b>	<b>306.313</b>	<b>208.877</b>	<b>280.817</b>	<b>34,4%</b>
<i>Marj</i>	<i>18,30%</i>	<i>15,25%</i>	<i>14,18%</i>	<i>13,31%</i>	<i>14,99%</i>	
Genel Yönetim Giderleri	-157.430	-173.635	-126.607	-88.671	-136.423	
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	207.640	111.475	198.454	113.157	255.423	
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-84.203	-104.549	-168.529	-110.544	-249.880	
<b>ESAS FAALİYET KARI</b>	<b>243.866</b>	<b>114.328</b>	<b>209.631</b>	<b>122.819</b>	<b>149.937</b>	<b>22,1%</b>
<i>Marj</i>	<i>16,06%</i>	<i>6,20%</i>	<i>9,70%</i>	<i>7,83%</i>	<i>8,00%</i>	
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1.286	4.196	1.838	1.624	648	
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-2.495	-1.731	-2.407	-2.311	-365	
<b>FINANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI</b>	<b>242.657</b>	<b>116.793</b>	<b>209.062</b>	<b>122.132</b>	<b>150.220</b>	<b>23,0%</b>
<i>Marj</i>	<i>15,99%</i>	<i>6,34%</i>	<i>9,68%</i>	<i>7,78%</i>	<i>8,02%</i>	
Finansman Giderleri	-127.593	-194.052	-271.385	-163.763	-238.227	
<b>VERGİ ÖNCESİ (ZARAR)/KAR</b>	<b>115.064</b>	<b>-77.259</b>	<b>-62.323</b>	<b>-41.631</b>	<b>-88.007</b>	
<i>Marj</i>	<i>7,58%</i>	<i>-4,19%</i>	<i>-2,89%</i>	<i>-2,65%</i>	<i>-4,70%</i>	
<b>Vergi Geliri/(Gideri)</b>	<b>11.907</b>	<b>34.637</b>	<b>13.614</b>	<b>5.196</b>	<b>14.945</b>	
Dönem Vergi Gideri	-9.273	-11.970	-5.415	-3.808	-8.553	
Ertelenmiş Vergi Geliri	21.630	46.607	19.029	9.004	23.498	
<b>DÖNEM (ZARARI)/KARI</b>	<b>126.971</b>	<b>-42.622</b>	<b>-48.709</b>	<b>-36.435</b>	<b>-73.062</b>	<b>100,5%</b>
<i>Marj</i>	<i>8,36%</i>	<i>-2,31%</i>	<i>-2,25%</i>	<i>-2,32%</i>	<i>-3,90%</i>	
<b>Dönem (Zararının)/Karının Dağılımı</b>						
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	2.963	4.827	-4.186	-8.123	-5.054	
Ana Ortaklık Payları	124.008	-47.449	-44.523	-28.312	-68.008	
	<b>126.971</b>	<b>-42.622</b>	<b>-48.709</b>	<b>-36.435</b>	<b>-73.062</b>	
<b>Pay Başına (Kayıp)/Kazanç</b>	<b>0,73</b>	<b>-0,27</b>	<b>-0,25</b>	<b>-0,16</b>	<b>-0,39</b>	
<b>DİĞER KAPSAMLI (GİDERLER)/GELİRLER</b>	<b>39.889</b>	<b>-752</b>	<b>-3.002</b>	<b>-2.632</b>	<b>-3.883</b>	
<b>Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacaklar</b>						
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kayıpları	-193	-940	-3.752	-3.290	-4.854	
Maddi Duran Varlıklar Yeniden Değerleme Artışları/Azalışları	50.103					
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Diğer Kapsamlı Gelire İlişkin Vergiler	-10.021	188	750	658	971	
<b>TOPLAM KAPSAMLI (GİDERLER)/GELİRLER</b>	<b>166.860</b>	<b>-43.374</b>	<b>-51.711</b>	<b>-39.067</b>	<b>-76.945</b>	
<b>Toplam Kapsamlı (Giderin)/Gelirin Dağılımı:</b>	<b>166.860</b>	<b>-43.374</b>	<b>-51.711</b>	<b>-39.067</b>	<b>-76.945</b>	
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	2.963	4.827	-4.186	-8.123	-5.054	
Ana Ortaklık Payları	163.897	-48.201	-47.525	-30.944	-71.891	

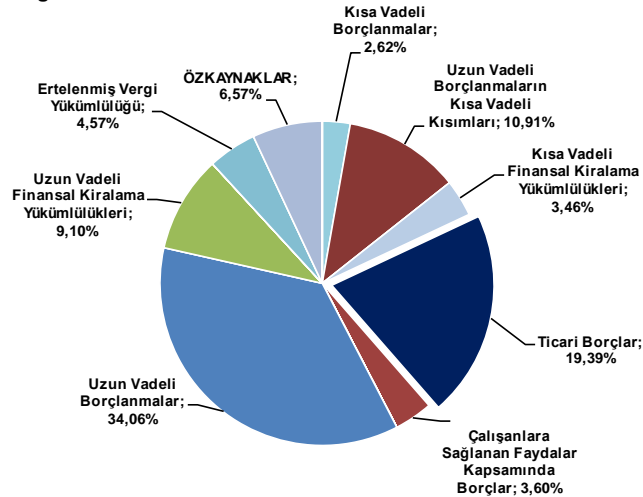
## Bilanço ...

- ✓ 2017/09 itibariyle şirketin dönen varlıkları yaklaşık 1,1 Milyar TL ve duran varlıkları 1,5 Milyar TL'dir.
- ✓ 349 Milyon TL'si kısa vadeli finansal borç olmak üzere şirketin kısa vadeli yükümlülükleri 1,12 Milyar TL'dir. 500 Milyon TL ile ticari borçlar kısa vadeli yükümlülükler içerisinde önemli yer tutmaktadır.
- ✓ Şirketin uzun vadeli yükümlülükleri 1,28 Milyar TL iken bu rakamın 879 Milyon TL'si finansal borçlardan oluşmaktadır.
- ✓ Şirketin 89,2 Milyon TL kısa vadeli 235 Milyon TL ise uzun vadeli finansal kiralama yükümlülüğü bulunmaktadır.
- ✓ Son yıllarda net dönem zararı elde edilmesi sebebiyle şirketin özkaynakları ödenmiş sermayesinin altına gerilemiştir. 176,5 Milyon TL ödenmiş sermayesi olan şirketin özkaynakları 169,9 Milyon TL'dir.
- ✓ Şirketin varlık ve kaynak dağılımında önemli yer tutan kalemlerin dağılımları aşağıdaki grafiklerde gösterilmiştir;

### Varlık Dağılımı



### Kaynak Dağılımı



Bilanço (Bin TL)	2014/12	2015/12	2016/12	2017/09
<b>VARLIKLAR</b>				
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>797.995</b>	<b>901.155</b>	<b>1.015.713</b>	<b>1.079.010</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	213.220	92.089	110.678	199.357
Finansal Yatırımlar		49.962		
Ticari Alacaklar	471.281	611.904	724.144	698.642
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	7.908	7.518	10.110	21.379
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	463.373	604.386	714.034	677.263
Diğer Alacaklar	12.072	12.993	22.877	21.550
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	1.392	2.530	5.096	8.131
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	10.680	10.463	17.781	13.419
Türev Araçlar		2.697		
Stoklar	31.074	41.969	45.058	45.758
Peşin Ödenmiş Giderler	44.658	56.878	81.540	90.594
Diğer Dönen Varlıklar	25.690	32.663	31.416	23.109
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>1.215.514</b>	<b>1.401.229</b>	<b>1.419.590</b>	<b>1.501.204</b>
Ticari Alacaklar	5.196	2.941	1.053	1.053
Diğer Alacaklar	1.011	1.137	1.404	1.381
Maddi Duran Varlıklar	588.888	734.957	701.423	749.752
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	449.912	472.137	471.395	467.822
Şerhiye	40.217	40.217	40.217	40.217
Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	409.695	431.920	431.178	427.605
Peşin Ödenmiş Giderler	91.599	76.655	98.361	116.405
Ertelenmiş Vergi Varlığı	62.115	98.716	145.954	164.791
Diğer Duran Varlıklar	16.786	14.686		
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>2.013.509</b>	<b>2.302.384</b>	<b>2.435.303</b>	<b>2.580.214</b>
<b>KAYNAKLAR</b>				
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>819.471</b>	<b>1.213.741</b>	<b>1.031.003</b>	<b>1.123.512</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	24.041	190.643	41.747	67.604
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	272.817	400.323	283.355	281.426
Diğer Finansal Yükümlülükler		67.099		
Kısa Vadeli Finansal Kiralama Yükümlülükleri	53.570	80.105	82.535	89.252
Ticari Borçlar	357.986	352.239	448.570	500.182
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	7.848	12.317	11.115	13.373
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	350.138	339.922	437.455	486.809
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	56.295	61.671	85.257	92.974
Diğer Borçlar	16.620	21.971	20.536	19.958
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	1.244	735	847	977
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	15.376	21.236	19.689	18.981
Ertelenmiş Gelirler	17.087	19.921	47.239	42.794
Kısa Vadeli Karşılıklar	18.294	14.852	20.617	25.587
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli K.	7.991	7.051	7.725	8.632
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	10.303	7.801	12.892	16.955
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Borçlar	2.761	4.917	1.147	3.735
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>825.801</b>	<b>766.899</b>	<b>1.139.061</b>	<b>1.287.114</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	438.876	349.200	685.448	878.921
Diğer Finansal Yükümlülükler	53.513			
Uzun Vadeli Finansal Kiralama Yükümlülükleri	150.817	264.393	276.802	234.865
Ticari Borçlar				
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	955	36		
Diğer Borçlar				
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	56.966	43.055	41.646	39.909
Ertelenmiş Gelirler	10.421	6.967	2.181	1.688
Uzun Vadeli Karşılıklar				
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli K.	7.920	7.109	9.386	13.765
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	106.333	96.139	123.598	117.966
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>368.237</b>	<b>321.744</b>	<b>265.239</b>	<b>169.588</b>
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>285.713</b>	<b>227.375</b>	<b>175.086</b>	<b>79.419</b>
Ödenmiş Sermaye	176.458	176.458	176.458	176.458
Paylara İlişkin Primler	237.924	237.924	237.924	
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler ve Giderler	45.729	44.977	35.649	31.766
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları	46.078	46.078	39.752	39.752
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kayıpları	-349	-1.101	-4.103	-7.986
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	302	302	302	10.260
Geçmiş Yıllar Zararları	-298.708	-184.837	-230.724	-71.057
Net Dönem (Zararı)/Karı	124.008	-47.449	-44.523	-68.008
<b>Kontrol Gücü Olmayan Paylar</b>	<b>82.524</b>	<b>94.369</b>	<b>90.153</b>	<b>90.169</b>
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>2.013.509</b>	<b>2.302.384</b>	<b>2.435.303</b>	<b>2.580.214</b>

## Ortaklık Yapısı

	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası-Ek Satış Hariç		Halka Arz Sonrası-Ek Satış Dahil	
	TL	Oran (%)	TL	Oran (%)	TL	Oran (%)
Lightyear Healthcare B.V.	83.324.059	47,22%	65.222.957	32,38%	60.737.032	30,15%
Sancak İnşaat Turizm Nakliyat ve Dış Ticaret A.Ş.	41.690.578	23,63%	32.633.826	16,20%	30.389.326	15,08%
Muharrem Usta	24.376.877	13,81%	19.081.307	9,47%	17.768.927	8,82%
Hujori Financieringen B.V.	10.815.488	6,13%	8.465.959	4,20%	7.883.685	3,91%
Adem Elbaşı	8.125.625	4,60%	6.360.435	3,16%	5.922.975	2,94%
İzzet Usta	3.250.251	1,84%	2.544.175	1,26%	2.369.190	1,18%
Saliha Usta	2.437.688	1,38%	1.908.131	0,95%	1.776.893	0,88%
Nurgül Dürüstkan Elbaşı	2.437.688	1,38%	1.908.131	0,95%	1.776.893	0,88%
<b>Halka Açık Kısım</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>63.333.333</b>	<b>31,44%</b>	<b>72.833.333</b>	<b>36,15%</b>
<b>Toplam Çıkarılmış Sermaye</b>	<b>176.458.254</b>	<b>100,00%</b>	<b>201.458.254</b>	<b>100,00%</b>	<b>201.458.254</b>	<b>100,00%</b>

## Değerleme Yöntemleri...

- ✓ Halka arza yönelik Fiyat Tespit Raporu Ak Yatırım tarafından hazırlanmıştır.
- ✓ Fiyat tespit raporunda sadece piyasa çarpanları yöntemi kullanılmıştır.
- ✓ Şirket'in finansal durumuna ilişki projeksiyonlar izahname kapsamında yatırımcı ile paylaşılmadığı için fiyat tespit raporunda geleceğe yönelik varsayımlara yer verilmemiş ve bu nedenle indirgenmiş nakit akımları yöntemi ile değerlendirme çalışması yapılmadığı belirtilmiştir.
- ✓ İlgili raporda sadece mevcut durumu yansıtır geleceğe yönelik beklentileri içermediğinden ve bu sebeple şirketin potansiyelini ortaya koyamadığından dolayı defter değeri ile değerlendirme yöntemi kullanılmadığı belirtilmiştir.
- ✓ Şirket piyasa çarpanları yönteminde Firma Değeri /Satış ve Firma Değeri / FAVÖK çarpanlarını kullanmış ve benzer şirket havuzu için yurtdışı şirketleri tercih etmiştir. Şirketin dönem net zararı olduğu için Fiyat/Kazanç çarpan yönteminin kullanılmadığı belirtilmiştir. Sektörün yurtiçindeki tek temsilcisi konumundaki Lokman Hekim Hastaneleri'ne ait verilerin bilgi amaçlı olarak paylaşıldığı fakat boyut olarak çok küçük olduğu düşünülmüş değerlendirme çalışmasına dahil edilmediği belirtilmiştir.
- ✓ Değerleme çalışmasında kullanılan şirketlere ait temel veriler aşağıdaki grafikte paylaşılmıştır;

### Benzer Şirket Bilgileri

(Milyon \$)	Piyasa Değeri	Firma Değeri	Satış Gelirleri	FAVÖK	FAVÖK Marjı	FD/SATIŞ	FD/FAVÖK
Lokman Hekim	46,00	68,00	62,90	6,70	10,7%	1,08	10,15
IHH Healthcare Bhd	12.399,00	13.178,00	2.672,50	535,90	20,1%	4,93	24,59
Mediclinic International Plc	6.088,00	8.518,00	3.824,70	656,80	17,2%	2,23	12,97
NMC Health Plc	8.878,00	9.975,00	1.417,60	299,60	21,1%	7,04	33,29
Bangkok Dusit Medical Services	10.130,00	11.314,00	2.198,80	467,50	21,3%	5,15	24,20
Apollo Hospitals Enterprise	2.493,00	2.919,00	1.123,80	112,60	10,0%	2,60	25,92
Raffles Medical Group Ltd	1.459,00	1.442,00	349,60	69,40	19,9%	4,12	20,78
Siloam International Hospital	1.086,00	1.085,00	414,60	41,10	9,9%	2,62	26,40
Mouw asat Medical Services Co	2.115,00	2.225,00	383,00	116,50	30,4%	5,81	19,10
Dallah Healthcare Co	1.668,00	1.777,00	320,60	93,50	29,2%	5,54	19,01
<b>Toplam Değer</b>	<b>46.362,00</b>	<b>52.501,00</b>	<b>12.768,10</b>	<b>2.399,60</b>	<b>18,8%</b>	<b>4,11</b>	<b>21,88</b>
Lokman Hekim Hariç	46.316,00	52.433,00	12.705,20	2.392,90	18,8%	4,13	21,91
Büyük Boyutlu 4 Şirket ve Lokman Hekim Hariç	8.821,00	9.448,00	2.591,60	433,10	16,7%	3,65	21,81
<b>Ortalama</b>						<b>4,11</b>	<b>21,64</b>
Lokman Hekim Hariç						4,45	22,92
Büyük Boyutlu 4 Şirket ve Lokman Hekim Hariç						4,14	22,24

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu-Ak Yatırım



## Değerleme Sonucu...

- ✓ Seçilmiş şirketler ve çarpan oranları ile yapılmış olan değerlemeye ait bilgiler aşağıdaki tabloda özetlenmiştir;
- ✓ Yapılan değerlendirme de FD/FAVÖK çarpan oranı 22,0x olarak kabul edilmiş ve bu değer göre şirket için 7.299.600 Bin TL piyasa değeri belirlenmiştir.
- ✓ Yapılan değerlendirme de FD/Satış çarpan oranı 4,4x olarak kabul edilmiş ve bu değer göre şirket için 9.390.800 Bin TL piyasa değeri belirlenmiştir.
- ✓ Nihai değere ulaşılırken FD/Satış oranına %10 ve FD/FAVÖK oranına %90 ağırlık verilmiş ve sonuç olarak şirket için 7.508.722 Bin TL piyasa değeri belirlenmiştir. Bu değere göre pay başına değer 42,60 TL olmuştur.
- ✓ Halka Arzda pay başına belirlenmiş taban ve tavan fiyatlar sırasıyla 24,00 TL ve 28,80 TL'dir. Nihai piyasa değerine göre taban fiyat %40,3 ve tavan fiyat %29,4 halka arz iskontosuna sahiptir.

## Değerleme Özeti (Bin TL)

Satış Gelirleri-Son 4 Çeyrek	2.464.172
Net Borç - 30.09.2017	1.352.711
Raporlanan FAVÖK	394.235
Düzeltilmiş FAVÖK	372.235
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	90.169

	Kullanılan Çarpan	Firma Değeri	Piyasa Değeri	Ağırlık	Nihai Değere Katkı
<b>Yurtdışı Benzer Şirket Çarpanları</b>					
FD/FAVÖK	22,2x	9.034.973	7.299.600	90,0%	6.569.640
FD/Satış Geliri	4,4x	10.960.474	9.390.800	10,0%	939.100

<b>Halka Arz Piyasa Değeri</b>	7.508.722
<b>Hedef Pay Başına Değer- TL</b>	42,60

<b>Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri*</b>	Taban Fiyat	8.096.722
<b>Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri*</b>	Tavan Fiyat	8.216.722

\*Halka Arz Maliyeti Düşülmüş. Tahmini Maliyet 12 Milyon TL

### Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri

24,00 TL	Taban Fiyat	4.234.998
28,80 TL	Tavan Fiyat	5.081.998

### Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri\*\*

24,00 TL	Taban Fiyat	4.834.998
28,80 TL	Tavan Fiyat	5.801.998

### İskonto

Taban Fiyat	-40,3%
Tavan Fiyat	-29,4%

\*\* Halka Arz Maliyeti İhmal ediliyor.

Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	Oluşan Çarpan Oranları				
		FD/SATIŞ	FD/FAVÖK		
Taban Fiyat	4.234.998.096	-43,60%	1,72	10,75	
Tavan Fiyat	5.081.997.715	-32,32%	2,06	12,89	
<b>Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri</b>					
Taban Fiyat	4.834.998.096	-40,28%	1,72	10,75	
Tavan Fiyat	5.801.997.715	-29,39%	2,06	12,89	

## Bizim Menkul Değerler Görüşü...

- ✓ Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda kullanılan ve kullanılmayan değerlendirme yöntemleri açıkça belirtilmiştir.
- ✓ Değerlemede baz alınan çarpan analizi için oluşturulan havuzda bulunan benzer şirketlere ait bilgi ve değerler açıkça belirtilmiştir.
- ✓ Kullanılan yöntemler sonucu ulaşılan değerler, bu değerlere verilen ağırlıklar ve nihai değere nasıl ulaşıldığına dair işlemler açıkça belirtilmiştir.
- ✓ Raporla çarpan analizi için kullanılan şirket havuzunun uygun ve yeterli olduğu düşüncesindeyiz.
- ✓ Değerlemede son 12 aylık verilerin kullanılarak beklentilere değil de gerçekleşmiş değerlere göre bir değere ulaşılmasını yatırımcı açısından daha gerçekçi bir değer ortaya çıkması adına olumlu bulsak da geleceğe yönelik şirketin sahip olduğu potansiyel ve olası riskleri içermiyor olmasını eksiklik olarak görüyoruz.
- ✓ FAVÖK rakamının şirketlerin ürettiği katma değeri daha iyi ortaya koyabildiği düşüncesiyle değerlendirme yöntemlerinden FD/FAVÖK çarpanına daha fazla ağırlık verilmiş olmasını uygun buluyoruz.
- ✓ Defter Değeri yönteminin değerlendirme çalışmasında kullanılmamış olmasını doğru buluyoruz.
- ✓ İzahnamede şirkete ait verilerin gelişmiş hastaneler ve geliştirmekte olan hastaneler olarak detaylandırıldığı görülüyor. 2015 ve sonrasında şirket bünyesine katılan hastanelerin geliştirmekte olan hastane olarak sınıflandırıldığı ve bu hastanelere ait verilerin gelişmiş hastanelere göre daha düşük olduğu görülüyor. Geleceğe yönelik şirket beklentilerinin özellikle geliştirmekte olan hastanelere dair beklentilerin yatırımcıyla paylaşılmasının doğru olacağını düşünüyoruz. Bu açıdan gelecek yıllara ait beklentilerin şirket değerine katkısını ve ortaya çıkabilecek risk unsurlarını yatırımcılarla açıkça paylaşmak adına İNA yönteminin de değerlendirme yöntemlerine dahil edilmesinin daha doğru olacağı düşüncesindeyiz.
- ✓ Çarpan değerlendirmede boyut olarak küçük kalmış olduğu için Lokman Hekim Hastanelerinin verilerinin kullanılmamış olmasını doğru buluyoruz. Bununla birlikte ilgili listede boyut olarak MLP Sağlık Hizmetleri A.Ş.'ye nazaran büyük olduğu görülen şirketlerin de hesaplama dahil edilmemesinin daha doğru olacağını düşünüyoruz.
- ✓ Benzer şirketler örneklem sayısının az olduğu durumlarda; (yurtiçi yatırımcının davranış modellemesinin de değerlendirme yer alması adına) yurtiçi örneklemede piyasadaki tüm şirketlerin piyasa çarpanları ve mali verilerinin birey kesit analizi ile regresyonundan elde edilen hedef çarpan bulunarak yapılan değer tespitinin, firmanın içinde yer aldığı sektör şirketlerinin medyan çarpanını dikkate alarak elde edilen değerden (özellikle İNA'nın olmadığı değerlendirmelerde) daha rasyonel olduğunu düşünmekteyiz. Zira genelde şirketler sektörün ortalama çarpanına karşılık gelen ortalama büyüme ve risk seviyesinde olmamaktadır.
- ✓ Yapılan çalışmada düzeltilmiş FAVÖK rakamı yerine neden raporlanmış FAVÖK rakamının kullanıldığına dair bir açıklama yapılmadığı görülüyor. Değerlemede raporlanmış FAVÖK rakamı yerine yine izahnamede yer verilmiş olan düzeltilmiş FAVÖK rakamının kullanılmasının daha doğru olduğu düşünüyoruz.

- ✓ Bu varsayımların hayata geçirilmesi halinde oluşacak değerlerin kayda değer farklılıklar ortaya çıkarmadığı görülmüyor. Oluşan değerleri aşağıdaki tabloda bilgilerinize sunuyoruz;

<b>BMD Varsayımları</b>		
<b>Halka Arz Piyasa Değeri</b>		7.027.835
<b>Pay Başına Değer- TL</b>		39,9
<b>İskonto</b>	Taban Fiyat	-36,5%
	Tavan Fiyat	-25,0%

- ✓ Değerlemede kullanılan benzer şirketlerin tamamının yurtdışında olmasından dolayı ve mevcut iskonto oranlarının değerlendirilmesinin daha net yapılabilmesi adına MSCI Türkiye, gelişmekte olan ülkeler ve global endekslerinin FD/FAVÖK oranlarını paylaşmayı uygun buluyoruz.

	<b>MSCI</b>		
	<b>Gelişmekte Olan Ülkeler</b>	<b>MSCI Global</b>	<b>MSCI Türkiye</b>
<b>Tarihsel Ortalama FD/FAVÖK</b>	8,32	11,07	8,44
<b>Cari FD/FAVÖK</b>	10,43	12,71	8,36
<b>İskonto Oranı</b>			
<b>Kendi Ortalamasına Göre</b>	-25,33%	-14,81%	0,96%
<b>Gelişmekte Olan Ülkeler Endeksine Göre Durum</b>			19,81%
<b>Global Endekse Göre Durum</b>			34,18%

- ✓ **Bizim Menkul Değerler A.Ş. olarak yapılan değerlendirme çalışması baz alındığında ulaşılan halka arz fiyatının ve uygulanan iskonto oranının, sonrasında ortaya çıkan çarpan değerleri dikkate alındığında, makul seviyelerde olduğunu düşünüyoruz.**
- ✓ Şirketin geçmiş dönemlerde ve cari dönemde net dönem zararı elde ettiği görülmüyor. Halka arz geliriyle birlikte finansal borçların bir kısmının ödenerek finansman giderlerinin azaltılacağı taahhüt edilse de geleceğe yönelik beklentiler hakkında bilgi verilmediğinden net zarar durumunun devam edip etmeyeceği hakkında fikir sahibi değiliz. Bu sebeple yatırımcıların bu durumun devamı halinde oluşacak risklerin farkında olmaları faydalı olacaktır.

### Önemli Uyarı

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan bilgiler Bizim Menkul Değerler A.Ş. (BMD) tarafından okuyucuyu bilgilendirme amacı ile BMD'nin güvenilir olduğunu düşündüğü yayımlanmış bilgilerden ve veri kaynaklarından derlenerek hazırlanmıştır. Kullanılan bilgilerin hatasızlığı ve/veya eksiksizliği konusunda BMD hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. BMD Araştırma raporları şirket içi ve dışı dağıtım kanalları aracılığıyla tüm BMD müşterilerine eşzamanlı olarak dağıtılmaktadır. Ayrıca, Burada yer alan tahmin, yorum ve tavsiyeler dokümanın yayımlandığı tarih itibarıyla geçerlidir. BMD Araştırma 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 raporlar yayımlayabilir. 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 Araştırma Bölümü raporlarını okuyucunun dikkatine sunma zorunluluğu yoktur. BMD ve ilişkili olduğu firmalar bu raporda adı geçen pay senetlerinde pozisyon sahibi olabilir ve/veya raporun yayınlanma tarihinden sonra işlem yapabilir. Ayrıca yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle BMD ve/veya diğer ilişkili firmalarının iş ilişkisi içerisinde olabileceğini kabul ederler.

Bu çalışma kesinlikle tekrar çıkarılmak, çoğaltılmak, kopyalanmak ve/veya okuyucudan başkasına dağıtılmak üzere hazırlanmamıştır ve BMD Araştırma Bölümü'nün izni olmadan kopyalanamaz ve çoğaltılıp dağıtılamaz. Okuyucuların bu raporun içeriğini oluşturan yatırım tavsiyeleri, tahmin ve hedef fiyat değerlemeleri de dahil olmak üzere tüm yorum ve çıkarımların, BMD Araştırma Bölümü'nün izni olmadan başkalarıyla paylaşmamaları gerekmektedir. BMD bu araştırma raporunu yayınlamaya, müşterilerine ve gerekli yatırım profesyonellerine dağıtmaya yetkilidir. BMD Araştırma Bölümü gerekli olduğunu düşündüğünde düzenli olarak yatırım tavsiyelerini güncellemekte ve temel analize dayalı araştırma raporları hazırlamaktadır. Bununla birlikte, bu çalışma herhangi bir hisse senedinin veya finansal yatırım enstrümanlarının alımı ya da satımı için BMD ve/veya BMD tarafından direk veya dolaylı olarak kontrol edilen herhangi bir şirket tarafından gönderilmiş bir teklif ya da öneri oluşturmamaktadır. Herhangi bir alım-satım ya da herhangi bir enstrümanın halka arzına talepte bulunma kararı bu çalışmaya değil, arz edilen yatırım aracı ile ilgili kamuya duyurulmuş ve yayınlanmış izahname ve sirkülere dayanmalıdır. BMD ya da herhangi bir BMD çalışanı bu raporun içeriğindeki görüş ve tavsiyelere uyulması sebebiyle doğabilecek doğrudan ya da dolaylı herhangi bir zarar ya da kayıpla ilgili olarak sorumlu tutulamaz.