

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Nasmed Özel Sağlık Hizmetleri Ticaret 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.

#### Nasmed Özel Sağlık Hizmetleri Ticaret A.Ş. Halka Arz Bilgileri

| Nasmed Özel Sağlık Hizmetleri Ticaret A.Ş. |  |
|--|--|
| Borsa Kodu                                 | EGEPO                                      |
| Halka Arz Yöntemi                          | Borsa'da Satış-Sabit Fiyatla Talep Toplama |
| Halka Arz Şekli                            | Sermaye Artırımı                           |
| Kote Olunacak Pazar                        | Ana Pazar                                  |
| Talep Toplama Tarihleri                    | 25-26 Ağustos 2021 (Saat 10:30-13:00)      |
| Halka Arz Öncesi Sermaye                   | 100.000.000 TL                             |
| Sermaye Artırımı                           | 25.000.000 TL                              |
| Halka Arz Sonrası Sermaye                  | 125.000.000 TL                             |
| Halka Açıklık Oranı                        | 20,00%                                     |
| Talep Toplama Fiyatı                       | 5,00 TL                                    |
| Halka Arz Büyüklüğü                        | 125.000.000 TL                             |
| Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)       | 125.000.000 TL                             |
| Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri             | 500.000.000 TL                             |
| Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri            | 625.000.000 TL                             |

| Halka Arz Çarpanları |       |
|----------------------|-------|
| F/K 2021/03          | 13,24 |
| FD/FAVÖK 2021/03     | 10,37 |
| PD/DD 2021/03        | 3,98  |

| Halka Arz Sonrası Çarpanlar |       |
|-----------------------------|-------|
| F/K 2021/03                 | 16,54 |
| FD/FAVÖK 2021/03            | 10,37 |
| PD/DD 2021/03               | 2,49  |

## Özet Bilgi

- Şirket, Nasmed Özel Sağlık Hizmetleri Tic. Ltd. Şti. unvanı altında 2003 yılında kurulmuştur. Faaliyetlerine 2009 yılında Özel Egepol Hastanesi'ni hizmete açarak devam etmiştir.
- Egepol Hastanesi İzmir İli Konak ilçesinde 2.104 m<sup>2</sup> kapalı alanda 28 hasta yatağı ve 11 uzman doktor ile hizmet vermeye başlamıştır. Halen Acil Servis ve Acil Tıp Hizmetleri, Anesteziyoloji ve Reanimasyon, Beslenme ve Diyet, Beyin ve Sinir Cerrahisi (Nöroşirurji), Çocuk Sağlığı ve Hastalıkları, Dermatoloji (Deri ve Zührevi Hastalıklar), Enfeksiyon Hastalıkları ve Klinik Mikrobiyoloji, Plastik ve Rekonstrüktif Cerrahi, Fizik Tedavi ve Rehabilitasyon, Gastroenteroloji, Genel Cerrahi, Girişimsel Radyoloji, Göğüs Hastalıkları ve Tüberküloz, Göz Hastalıkları, İç Hastalıkları, Kadın Hastalıkları ve Doğum, Kalp Damar Cerrahisi, Kardiyoloji, Klinik Biyokimya, Kulak Burun Boğaz, Neonatoloji, Nöroloji, Ortopedi ve Travmatoloji, Palyatif Bakım Ünitesi, Ruh Sağlığı ve Hastalıkları, Klinik Psikoloji, Radyodiagnostik (Radyoloji), Üroloji, Erişkin Yoğun Bakım Ünitesi, Pandemi Erişkin Yoğun Bakım Ünitesi, Koroner Yoğun Bakım Ünitesi, KVC Yoğun Bakım Ünitesi, Yenidoğan Yoğun Bakım Ünitesi, Anjiyografi Ünitesi, Endoskopi Ünitesi, Ozon Uygulama Ünitesi, Transfüzyon Merkezi, Kalp Merkezi bölümlerinde faaliyet göstermektedir.
- 2021 yılı Ocak ayında tür değişikliğine gidilerek Nasmed Özel Sağlık Hizmetleri Ticaret Ltd. Şti, Nasmed Özel Sağlık Hizmetleri Ticaret A.Ş. olarak unvanını değiştirmiş ve anonim şirkete dönüşmüştür.
- 2021 Haziran ayı itibarıyla 2017'de inşaatına başlanan Egepol International Hastanesi inşaatının yaklaşık %95'i tamamlanmıştır. Bu binanın tamamlanmasıyla Şirket sahipliğindeki hastanelerin toplam kapalı alanı 21.138 m<sup>2</sup>'ye, hasta yatağı sayısı ise ilk etapta 255'e ve sonrasında 325'e ulaşmış olacaktır. Böylelikle Şirket'in hastane sayısı 3'e yükselecek.
- **Egepol Hastanesi:** 2.104 m<sup>2</sup> kapalı alanda 28 hasta yatağı ve 28 doktor kadrosu ile 2009 yılında faaliyete başlamıştır. Şu anda 9.382 m<sup>2</sup> kapalı alanda 150 yatak kapasitesi ve 92 doktor kadrosu ve 57 doktor çalışanı ile hizmet vermektedir.
- **Egepol Cerrahi Hastanesi:** 4.411 m<sup>2</sup> kapalı alanda 75 yatak kapasitesi ile hizmet vermektedir.
- **Egepol International:** 2017 yılında inşaatına başlanan üçüncü hastanenin inşaatı yaklaşık %95 tamamlanmış olup hastanenin 2021 yılı sonunda faaliyete geçmesi beklenmektedir. 7.346 m<sup>2</sup> alanda ilk aşamada 30 yatak sonrasında 100 yatak kapasitesiyle hizmet verecektir.

## Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

- Halka arzdan elde edilecek gelirin %20-%30'luk kısmı inşaatı büyük ölçüde tamamlanan Egepol International Hastanesi'nin tıbbi cihaz ve Bilgi Teknolojisi gibi makine teçhizat yatırımında,
- %15-%25'lik kısmı 2009 yılında kurulmuş olan Egepol Hastanesi'nin modernizasyonu,
- %5-%15'lik kısmı Evde Sağlık ve Online Sağlık Hizmetleri ile Egepol Mobil Sağlık Hizmetlerine ilişkin projelerin hayata geçirilmesinde,
- %5-%10'luk kısmı Nükleer Tıp, Radyasyon Onkolojisi, Tüp Bebek ve Onkoloji gibi yeni ünitelerin oluşturulması,
- %10-%20'lik kısmı 2021 yılı sonunda hizmet vermeye başlaması planlanan Egepol International Hastanesinin, işletmeye alınmasından sonra gereken işletme sermayesinin karşılanması
- %5-%10'luk kısmı sağlık turizmi faaliyetlerine başlanması için gereken kaynağın sağlanması,
- Kalan kısmı ile de Şirket'in ana sözleşmesinde yer alan faaliyet konularında ortaya çıkabilecek fırsat niteliği taşıyacak yatırımların yapılması planlanmaktadır.

## Ortaklık Yapısı

| Nasmed Ortaklık Yapısı | Halka Arz Öncesi   |               | Halka Arz Sonrası  |               |
|------------------------|--------------------|---------------|--------------------|---------------|
|                        | Hissedar           | Sermaye (TL)  | Pay Oranı          | Sermaye (TL)  |
| Necip Nasır            | 25.000.000         | 25,0%         | 25.000.000         | 20,0%         |
| Aslan Nasır            | 25.000.000         | 25,0%         | 25.000.000         | 20,0%         |
| Servet Nasır           | 25.000.000         | 25,0%         | 25.000.000         | 20,0%         |
| Nuri Nasır             | 25.000.000         | 25,0%         | 25.000.000         | 20,0%         |
| Halka Açık Kısım       | -                  | -             | 25.000.000         | 20,0%         |
| <b>Toplam</b>          | <b>100.000.000</b> | <b>100,0%</b> | <b>125.000.000</b> | <b>100,0%</b> |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## Mali Tablolar

| Nasmed Gelir Tablosu                                 |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| TL   | 2018              | 2019              | 2020              | 2020/03           | 2021/03           | Son 4Ç            |
| Hasılat  | 70.697.744        | 79.583.621        | 114.564.673       | 23.429.491        | 38.438.252        | 129.573.434       |
| Yıllık Değişim                                       |                   | 12,6%             | 44,0%             |                   | 64,1%             |                   |
| Satışların Maliyeti (-)                              | -44.971.436       | -58.857.619       | -72.672.488       | -15.827.347       | -24.840.669       | -81.685.810       |
| Yıllık Değişim                                       |                   | 30,9%             | 23,5%             |                   | 56,9%             |                   |
| <b>Brüt Kar</b>                                      | <b>25.726.308</b> | <b>20.726.002</b> | <b>41.892.185</b> | <b>7.602.144</b>  | <b>13.597.583</b> | <b>47.887.624</b> |
| Yıllık Değişim                                       |                   | -19,4%            | 102,1%            |                   | 78,9%             |                   |
| Brüt Kar Marjı                                       | 36,4%             | 26,0%             | 36,6%             | 32,4%             | 35,4%             |                   |
| Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)            | -4.020.544        | -312.825          | -321.880          | -46.840           | -48.077           | -323.117          |
| Genel Yönetim Giderleri (-)                          | -9.072.182        | -9.605.119        | -9.101.862        | -1.983.567        | -2.149.353        | -9.267.648        |
| <b>Faaliyet Karı</b>                                 | <b>12.633.582</b> | <b>10.808.058</b> | <b>32.468.443</b> | <b>5.571.737</b>  | <b>11.400.153</b> | <b>38.296.859</b> |
| Yıllık Değişim                                       |                   | -14,4%            | 200,4%            |                   | 104,6%            |                   |
| Faaliyet Kar Marjı                                   | 17,9%             | 13,6%             | 28,3%             | 23,8%             | 29,7%             |                   |
| Amortisman   | 6.408.083         | 7.393.612         | 9.166.368         | 2.134.240         | 2.689.670         |                   |
| <b>FAVÖK1</b>  | <b>19.041.665</b> | <b>18.201.670</b> | <b>41.634.811</b> | <b>7.705.977</b>  | <b>14.089.823</b> | <b>48.018.657</b> |
| Yıllık Değişim                                       |                   | -4,4%             | 128,7%            |                   | 82,8%             |                   |
| FAVÖK1 Marjı   | 26,9%             | 22,9%             | 36,3%             | 32,9%             | 36,7%             |                   |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler                   | 486.568           | 1.144.184         | 10.396.616        | 6.565.580         | 1.154.151         | 4.985.187         |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)               | -1.052.856        | -853.566          | -5.157.511        | -1.999.903        | -182.268          | -3.339.876        |
| <b>Esas Faaliyet Karı</b>                            | <b>12.067.294</b> | <b>11.098.676</b> | <b>37.707.548</b> | <b>10.137.414</b> | <b>12.372.036</b> | <b>39.942.170</b> |
| Yıllık Değişim                                       |                   | -8,0%             | 239,7%            |                   | 22,0%             |                   |
| <b>FAVÖK2</b>  | <b>18.475.377</b> | <b>18.492.288</b> | <b>46.873.916</b> | <b>12.271.654</b> | <b>15.061.706</b> | <b>49.663.968</b> |
| Yıllık Değişim                                       |                   | 0,1%              | 153,5%            |                   | 22,7%             |                   |
| FAVÖK2 Marjı   | 26,1%             | 23,2%             | 40,9%             | 52,4%             | 39,2%             |                   |
| Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler                    |                   | 60                |                   |                   | 4.275.000         | 4.275.000         |
| <b>Finansman Gelir/(Gideri) Öncesi Faaliyet Karı</b> | <b>12.067.294</b> | <b>11.098.736</b> | <b>37.707.548</b> | <b>10.137.414</b> | <b>16.647.036</b> | <b>44.217.170</b> |
| Finansman Gelirleri                                  | 850.312           | 423.718           | 2.177.564         | 190.525           | 846.613           |                   |
| Finansman Giderleri (-)                              | -4.438.399        | -4.446.078        | -6.500.313        | -1.378.927        | -1.538.304        | -6.659.690        |
| <b>Vergi Öncesi Kar</b>                              | <b>8.479.207</b>  | <b>7.076.376</b>  | <b>33.384.799</b> | <b>8.949.012</b>  | <b>15.955.345</b> | <b>40.391.132</b> |
| Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/(Gideri)          | -232.864          | -1.125.760        | -451.392          | -118.892          | -2.280.298        | -2.612.798        |
| Dönem Vergi Gideri                                   | -1.137.947        | -397.679          | -2.945.370        | -210.140          | -1.327.880        | -4.063.110        |
| Ertelenmiş Vergi Geliri                              | 905.083           | -728.081          | 2.493.978         | 91.248            | -952.418          | 1.450.312         |
| <b>Sürdürülen Faaliyetler Dönem Net Karı/Zararı</b>  | <b>8.246.343</b>  | <b>5.950.616</b>  | <b>32.933.407</b> | <b>8.830.120</b>  | <b>13.675.047</b> | <b>37.778.334</b> |
| <b>Net Dönem Karı/Zararı</b>                         | <b>8.246.343</b>  | <b>5.950.616</b>  | <b>32.933.407</b> | <b>8.830.120</b>  | <b>13.675.047</b> | <b>37.778.334</b> |

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

| <b>Nasmed Bilanço (TL)</b>                           |                    |                    |                    |                    |
|--|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| <b>VARLIKLAR</b>                                     | <b>2018</b>        | <b>2019</b>        | <b>2020</b>        | <b>2021/03</b>     |
| <b>Dönen Varlıklar</b>                               | <b>15.429.009</b>  | <b>24.265.443</b>  | <b>48.652.186</b>  | <b>55.135.533</b>  |
| Nakit ve Nakit Benzerleri                            | 4.082.677          | 11.148.962         | 24.475.762         | 27.279.013         |
| Ticari Alacaklar                                     | 8.809.376          | 9.955.744          | 18.419.571         | 18.852.872         |
| <i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i> | <i>8.809.376</i>   | <i>9.955.744</i>   | <i>18.419.571</i>  | <i>18.852.872</i>  |
| Diğer Alacaklar                                      | 137.125            | 257.573            | 565.386            | 199.597            |
| <i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>          | <i>49.016</i>      | <i>238.068</i>     | <i>524.662</i>     | <i>28.700</i>      |
| <i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>  | <i>88.109</i>      | <i>19.505</i>      | <i>40.724</i>      | <i>170.897</i>     |
| Stoklar  | 1.298.279          | 1.312.603          | 4.000.000          | 4.486.766          |
| Peşin Ödenmiş Giderler                               | 925.123            | 1.140.454          | 1.156.583          | 4.189.489          |
| Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar               | 83.684             | 419.028            |                    | 26.727             |
| Diğer Dönen Varlıklar                                | 92.745             | 31.079             | 34.884             | 101.069            |
| <b>Duran Varlıklar</b>                               | <b>121.341.218</b> | <b>136.190.796</b> | <b>165.685.710</b> | <b>232.184.307</b> |
| Diğer Alacaklar                                      | 17.573             | 91.058             | 108.682            | 177.563            |
| <i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>  | <i>17.573</i>      | <i>91.058</i>      | <i>108.682</i>     | <i>177.563</i>     |
| Finansal Yatırımlar                                  | 3.608.000          | 5.572.000          | 5.572.000          |                    |
| Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller                        | 27.515.520         | 27.515.520         | 30.687.520         | 8.500.000          |
| Maddi Duran Varlıklar                                | 42.568.765         | 53.717.818         | 69.202.418         | 175.530.464        |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar                        | 7.732.845          | 10.570.516         | 10.803.696         | 10.853.492         |
| Kullanım Hakkı Varlıkları                            | 34.105.422         | 32.591.847         | 31.211.014         | 30.753.632         |
| Peşin Ödenmiş Giderler                               | 5.793.093          | 6.132.037          | 16.265.014         | 6.369.156          |
| Ertelenmiş Vergi Varlığı                             |                    |                    | 1.835.366          |                    |
| <b>Toplam Varlıklar</b>                              | <b>136.770.227</b> | <b>160.456.239</b> | <b>214.337.896</b> | <b>287.319.840</b> |

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

| KAYNAKLAR  | 2018               | 2019               | 2020               | 2021/03            |
|--|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| <b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>                                       | <b>11.995.595</b>  | <b>18.340.348</b>  | <b>36.530.063</b>  | <b>59.765.827</b>  |
| Kısa Vadeli Borçlanmalar   | 484.232            | 930.507            | 1.322.382          | 990.028            |
| Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları                       |                    | 4.604.085          | 11.739.316         | 12.006.471         |
| Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler                       | 618.260            | 793.741            | 893.079            | 891.957            |
| Ticari Borçlar   | 8.160.718          | 7.476.383          | 17.988.680         | 16.887.402         |
| İlişkili Olmayan Tarafalara Ticari Borçlar                             | 8.160.718          | 7.476.383          | 17.988.680         | 16.887.402         |
| Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar                       | 805.727            | 1.022.706          | 1.297.513          | 3.769.992          |
| Diğer Borçlar  |                    | 5.250              | 5.812              | 21.300.000         |
| İlişkili Tarafalara Diğer Borçlar                                      |                    | 5.152              | 5.812              | 2.130.000          |
| Ertelenmiş Gelirler  |                    | 3.100              | 41.551             | 4.189              |
| Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü   |                    |                    | 1.431.487          | 1.312.120          |
| Kısa Vadeli Karşılıklar  | 724.920            | 1.736.815          | 1.191.626          | 1.461.848          |
| Çalışanlara Sağ. Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karş.                   | 528.575            | 1.347.719          | 753.892            | 1.024.114          |
| Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar  | 196.345            | 389.096            | 437.334            | 437.734            |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler  | 1.201.738          | 1.767.761          | 618.617            | 1.141.820          |
| <b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>                                       | <b>37.694.555</b>  | <b>49.166.661</b>  | <b>52.291.575</b>  | <b>56.725.611</b>  |
| Uzun Vadeli Borçlanmalar   |                    | 10.528.685         | 15.161.558         | 12.069.390         |
| Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler                       | 35.614.146         | 35.036.385         | 34.558.417         | 34.344.491         |
| Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü   | 42.491             | 750.207            |                    | 7.026.326          |
| Uzun Vadeli Karşılıklar  | 2.037.918          | 2.851.384          | 2.571.600          | 3.285.404          |
| Çalışanlara Sağ.Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karş.                    | 2.037.918          | 2.851.384          | 2.571.600          | 3.285.404          |
| <b>Özkaynaklar</b>   | <b>87.080.077</b>  | <b>92.949.230</b>  | <b>125.516.258</b> | <b>170.828.402</b> |
| Ödenmiş Sermaye  | 30.000.000         | 30.000.000         | 100.000.000        | 100.000.000        |
| Ödenmemiş Sermaye  |                    |                    | -21.000.000        |                    |
| Sermaye Düzeltme Farkları  | 4.022              | 4.022              | 4.022              | 4.022              |
| Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacaklar                       | 213.106            | 131.643            | -234.736           | 31.402.361         |
| Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç/Kayıpları | 213.106            | 131.643            | -234.736           | -234.736           |
| Maddi Duran Varlık Değerleme Artışları                                 |                    |                    |                    | 31.637.097         |
| Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler                                    | 754.540            | 1.122.755          | 1.122.755          | 2.380.605          |
| Geçmiş Yıllar Kar/Zararları  | 47.862.066         | 55.740.194         | 12.690.810         | 23.366.367         |
| Net Dönem Karı/Zararı  | 8.246.343          | 5.950.616          | 32.933.407         | 13.675.047         |
| <b>Toplam Kaynaklar</b>  | <b>136.770.227</b> | <b>160.456.239</b> | <b>214.337.896</b> | <b>287.319.840</b> |

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

## Değerleme

- Tacirler Yatırım, Nasmed Özel Sağlık Hizmetleri'nin halka arz fiyatının tespitinde indirgenmiş Nakit Akımı ve Çarpan metodunu kullanmış olup, her iki yöntem de eşit ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Egepol (Nasmed) özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

## Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.

- Tacirler Yatırım tarafından Egepol'ün halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanlarının medyanı kullanılmıştır. FD/FAVÖK ve F/K çarpanının medyan değerinin kullanılması tarafımızca makuldür.
- Tacirler Yatırım çarpan analizinde, Borsa İstanbul'da sağlık sektöründe faaliyet gösteren tüm şirketleri dikkate alınmıştır. Bu şirketlerden Eczacıbaşı İlaç faaliyet konusu diğerlerine göre farklılaştığı için karşılaştırma dışı bırakılmıştır. Yurtiçi benzer şirketler olarak seçilen sağlık sektörü şirketlerinin değerlendirme tarihi olan 05/08/2021 tarihi itibarıyla, 31/03/2021 tarihli yıllıklandırılmış net kar ve FAVÖK değerlerine göre hesaplanan çarpan değerleri verilmektedir:

|                                | F/K          | FD/ FAVÖK   |
|--------------------------------|--------------|-------------|
| Deva Holding                   | 7,38         | 8,05        |
| Lokman Hekim                   | 10,83        | 6,15        |
| Mlp Saglik Hizmetleri          | 64,63        | 7,12        |
| Selçuk Ecza Deposu             | 8,73         | 6,12        |
| Rta Laboratuvarlari            | 11,53        | 9,68        |
| Türk Hac Ve Serum              | 50,1         | 25,35       |
| <b>Medyan (Sağlık Sektörü)</b> | <b>11,18</b> | <b>7,58</b> |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Söz konusu şirketler için F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarının uç değerleri elimine eden bir yaklaşım olan medyan yaklaşımı kullanılarak hesaplanan çarpan değerleri, Şirket'in değerlemesinde baz olarak alınmış ve tarafımızca makuldür.
- Kullanılan çarpan yöntemleri arasında FD/FAVÖK çarpanına %50, F/K çarpanına %50 ağırlık verilmiştir. Bu şekilde hesaplanan değere net nakit eklenmesi ve 2021/03 aylık mali tablolarında yer aldığı şekli ile ortaklara ödenmesi gereken borcun düşülmesi sonucu oluşan piyasa değerlerinin, yukarıda verilen oranlar kullanılarak ağırlıklandırılması sonucu Egepol için 366.354.427 TL piyasa değerine ulaşılmıştır.

| Çarpan Analizi Sonucu (TL)                             | FD/FAVÖK           | F/K                |
|--|--------------------|--------------------|
| XSağlık  | 7,58               | 11,18              |
| Firma Değeri   | 350.631.893        |                    |
| Net Borçluluk (-)                                      | -2.213.124         |                    |
| <b>Özsermaye Değeri</b>                                | <b>352.845.018</b> | <b>422.463.837</b> |
| Ortaklara Borç Ödemesi (-)                             | 21.300.000         | 21.300.000         |
| <b>Ortaklara Borç Ödemesi Sonrası Özsermaye Değeri</b> | <b>331.545.018</b> | <b>401.163.837</b> |
| Ağırlık  | 50%                | 50%                |
| <b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri</b>             | <b>366.354.427</b> |                    |

#### İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş yıl verileri ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2021-2026 yılları için projekte edilmiştir.
- Satışlar:** Satış projeksiyonları, geçmiş yıllardaki Ayaktan Hasta Geliri ve Yatan Hasta Gelirleri ile doktor ve yatak sayısı arasında bir bağlantı kurularak, bu korelasyon bağlamında projeksiyon dönemindeki yatak sayısı ve doktor sayıları ile ayaktan ve yatan hasta gelirleri tahmin edilmeye

çalışılmıştır. Ayaktan hasta sayıları poliklinik hastalarını ve yatan hasta sayılan da minimum 1 gece hastane odası kullanılan ameliyatlara ve küçük müdahaleleri kapsamaktadır.

- Egepol Hastanelerinin doktor sayısı. 2018 yılında sadece Egepol Hastanesinin olduğu dönemde yıl sonu itibarıyla 67 iken 2020 yılında Egepol Cerrahi'nin devreye girmesi ile 76'ya çıkmıştır. 2021 yılı sonunda da Egepol International hastanesinin devreye girmesi ile 86'ya çıkması hedeflenmektedir. Projeksiyon dönemi olan 2022-2026 yıllarında ise kademeli bir artış ile Şirket'in sahip olduğu 136 doktor kadrosunun tamamını devreye sokacağı öngörülmektedir. Projeksiyona baz olarak alınan doktor sayıları yıl içindeki doktor değişimleri dikkate alınarak ortalama olarak alınmış olup tarafımızca makuldür.
- Egepol Hastaneleri'nin 2018 yılında 150 olan yatak sayısı. 2020 yılında Egepol Cerrahi'nin devreye girmesi ile 225'e çıkmıştır. 2021 yılı sonunda Egepol International Hastanesinin devreye girmesi ile yatak sayısının kademeli olarak 2022 yılında 290'a ve sonraki yıllarda ise tam kapasiteye ulaşarak 325 yatak sayısına ulaşacağı öngörülmektedir.
- Ayaktan hasta sayıları poliklinik muayeneleri baz alınarak hesaplanmış olup geçmiş veriler incelenerek her bir doktorun günde 16 hasta baktığı varsayılmış ve bu çerçevede projeksiyon döneminde artan doktor sayısına paralel olarak ayaktan hasta sayılarının 2021 yılında 359.976'dan 2026 yılına kadar % 12,6 oranında artarak 652.800'e çıkacağı öngörülmüştür ve tarafımızca makuldür.
- Yatan hasta gelirleri yatak sayısı ile doğru orantılıdır. Egepol Hastanelerinin geçmiş verileri incelendiğinde 2016 yılından itibaren hasta sayılan 22.000 seviyelerinin üzerine çıkmış ve yatak doluluk oranları da %80-90 arasında seyretmiştir. Bu doluluk oranları 2020 yılında Egepol Cerrahi Hastanesinin devreye girmesi ile yatak sayısının 225'e çıkması ve pandeminin de etkisi ile %71 seviyelerine gerilemiştir. 2021 yılından itibaren pandeminin etkisinin azalması ile birlikte ertelenmiş ameliyat taleplerine bağlı olarak hasta sayısının ve dolayısıyla da doluluk oranlarının artacağını öngörmekteyiz. Bu doluluk oranlarının projeksiyon döneminde %71 ile başlayıp, 2026 yılına kadar %80 seviyelerine çıkması beklenmektedir.
- Şirket'in 2021 yılında 81.755.000, 2026 yılında 254.752.000 TL ayakta hasta geliri, 2021 yılında 126.699.000 TL, 2026 yılında 405.542.000 TL yatan hasta geliri elde edeceği tahminlenmektedir.
- **Satışların Maliyeti:** Şirket'in hizmet maliyetini oluşturan en önemli unsur doktor ve sağlık personeli maliyetidir. Egepol'un doktor kadrosunda bulunan doktorların bir kısmı bordrolu olmakla birlikte bir kısmı ile de Sağlık Bakanlığının mevzuatta yaptığı değişiklik çerçevesinde 2020 yılından itibaren yapılan sözleşmeler ile dışarıdan sağlanan hizmet şeklinde alınmaktadır. Sağlık personeli maliyeti ise hasta bakımı ile görevli olan personeli kapsamakta olup, 2021 yılında ortalama söz konusu personel sayısının Egepol Cerrahi'nin tam kapasiteye geçmesi ile 679 personele ulaşması, 2022 yılında Egepol International Hastanesinin devreye girmesi ile de ortalama personel sayısının 784 olması beklenmektedir. Bu rakamın projeksiyon dönemi sonu olan 2026 yılında ise 975 personele ulaşacağı öngörülmekte olup kira, sigorta, elektrik, su gibi giderlerin gelirlere bağlı olarak projekte edilmesinin yanında enflasyonun da dikkate alınması tarafımızca makuldür.
- **Faaliyet Giderleri:** Şirket sağlık mevzuatı gereği sınırlı oranda satış ve pazarlama faaliyeti gerçekleştirmektedir. Genel Yönetim Gideri ise hastane içinde çalışan sağlık dışı personel gibi

personeller için gelire bağlı diğer kalemler için enflasyona bağlı bir projeksiyon yöntemi uygulanmıştır.

- **Yatırımlar ve Amortismanlar:** Şirket halka arzdan elde edilecek gelir ile öncelikle Egepol International Hastanesinin tıbbi donanım maliyetlerini ve hijyenik zemin kaplama, elektrik ve mekanik tesisat, hasta odaları mobilya ve dekorasyon gibi ince işçilik gerektiren inşaat maliyetlerini karşılamayı hedeflemektedir. Bunun yanında mevcut hastanelere Tüp Bebek, Nükleer Tıp Ünitesi ve Radyasyon Onkolojisi gibi yeni birimlerin kurulması. Evde Sağlık - Mobil Sağlık birimlerinin kurulması, mevcut Egepol Hastanesinin modernizasyonu ve ileriki dönemlerde ortaya çıkabilecek kadro, branş ve özellikli ünitelerin satın alınması ve sağlık turizm faaliyetlerine amacıyla harcanması amaçlanmaktadır.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlama Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
  - **Risksiz Getiri Oranı:** Risksiz faiz oranı olarak değerlendirilen 05/08 2021 tarihi itibarıyla İSİN kodu TRT011025T16 olan 5 yıllık gösterge devlet tahvillerinin son 30 günlük ortalama getirisi alınmıştır ve %18,4 tarafımızca makuldür.
  - **Piyasa risk primi:** %5,5 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
  - **Beta:** Beta, halka arz olacak şirketlerin henüz işlem görmeye başlamadığı gerçeği ve bu açıdan istatistiksel hesaplamaların imkânsızlığından 1 olarak kabul edilmiş olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
  - **Kurumlar Vergisi:** Kurumlar vergisi oranı 2021 yılı için %23, 2022 için %21, 2023-2025 yılları arasında da %18 olarak alınmıştır. Şirket'in her ne kadar 2021 yılı sonrasında da kullanabileceği yatırım teşvik başvuruları olsa da 2021 yılı sonrası için etkin vergi oranlarından ziyade marjinal vergi oranı kullanılmıştır. Bu çerçevede 2021 yılından sonra halka açık şirketlerin vergi avantajından faydalanacağı kabul edilmiş ve vergi oranları ona göre hesaplanmıştır. Vergi avantajının 2025 yılından sonra kaldırılması ile vergi oranı %20 ile devam edilmiş olup tarafımızca makuldür.
  - **Özsermaye Maliyeti :** %23,9 olarak hesaplanmıştır.
  - **Borçlanma Maliyeti:** Şirket'in borçlanma maliyeti olarak yıllar itibarıyla piyasa ortalama borçlanma tutarına %3 oranında bir risk primi eklenerek hesaplanan borçlanma maliyeti kullanılmıştır.
  - **Borç Oranı:** Şirket'in 31 Aralık 2020 tarihli bağımsız denetim raporundaki tutarlara göre finansal borçların, finansal borçlar ve özkaynak toplamına oranı %36,4 seviyesindedir.
- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %5 olarak varsayılmış, tarafımızca makuldür.
- Bu varsayımlar ışığında Egepol için 2021 yılında AOSM %21,2 olarak hesaplanmıştır.
- Sonuçta İNA'dan Şirket için, firma değerine 2.213 bin TL net nakit eklenirken 21.300 bin TL ortaklara borçlar düşülerek 814.029 bin TL piyasa değeri hesaplanmıştır.



| AOSM                        |        |
|-----------------------------|--------|
| Risksiz Getiri Oranı        | 18,4%  |
| Beta                        | 1,0    |
| Piyasa Risk Primi           | 5,5%   |
| Sermaye Maliyeti            | 23,9%  |
| Özkaynak Oranı              | 63,6%  |
| Borçlanma Maliyeti          | 21,4%  |
| Vergi Oranı                 | 23,0%  |
| Vergi Sonrası Borç Maliyeti | 16,5%  |
| Borç Oranı                  | 36,4%  |
| AOSM                        | 21,20% |

### Halka Arz Değeri

| Değerleme Sonucu (TL)           | Hedef Değer | Ağırlık | Değer              |
|---------------------------------|-------------|---------|--------------------|
| İNA                             | 814.029.294 | 50%     | 407.014.647        |
| Çarpan Analizi                  | 366.354.427 | 50%     | 183.177.214        |
| <b>Ağırlıklandırılmış Değer</b> |             |         | <b>590.191.861</b> |
| Ödenmiş Sermaye                 |             |         | 100.000.000        |
| <b>Pay Başı Değer (TL)</b>      |             |         | <b>5,9</b>         |
| Halka Arz İskontosu             |             |         | 15,0%              |
| <b>Halka Arz Fiyatı (TL)</b>    |             |         | <b>5,0</b>         |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA ve çarpan analizinden hesaplanan piyasa değerlerine eşit ağırlık verilmiş ve %15,00 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 5,00 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %15'lik iskontonun makul olduğunu, değerde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.

### Sonuç

- Tacirler Yatırım, Nasmed Özel Sağlık Hizmetleri'nin halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı ve Çarpan metodunu kullanmış olup, her iki yöntem de eşit ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir. Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Nasmed (Egepol) özelinde yönetimin beklentilerini yansıtmaları açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.
- Tacirler Yatırım tarafından Egepol'ün halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanlarının medyanı kullanılmıştır. FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının medyan değerinin kullanılması tarafımızca makuldür.
- Tacirler Yatırım çarpan analizinde, Borsa İstanbul'da sağlık sektöründe faaliyet gösteren tüm şirketleri dikkate alınmıştır. Bu şirketlerden Eczacıbaşı İlaç faaliyet konusu diğerlerine göre farklılaştığı için karşılaştırma dışı bırakılmıştır. Yurtiçi benzer şirketler olarak seçilen sağlık sektörü şirketlerinin değerlendirme tarihi olan 05.08.2021 tarihi itibarıyla, 31.03.2021 tarihli yıllıklandırılmış net kar ve FAVÖK değerlerinin kullanılmasını makul karşılamaktayız.

- İNA metodunda Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2021-2026 yılları için projekte edilmiş olması makuldür.
- Risksiz faiz oranı olarak değerlendirme tarihi olan 05.08.2021 tarihi itibarıyla ISIN kodu TRT011025T16 olan 5 yıllık gösterge devlet tahvillerinin son 30 günlük ortalama getirisi alınmıştır ve %18,4 tarafımızca makuldür.
- Uç Değer Büyüme Oranı %5 olarak varsayılmış, tarafımızca makuldür.
- Tacirler Yatırım'ın Şirket için 2021 yılı AOSM oranını %21,20 olarak kullanılmış olup devam eden yıllarda kademeli olarak artırılmasını makul karşılıyoruz.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken Çarpan Analizi ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmış olması tarafımızca makul bulunmaktadır.
- Şirket'in 2021'in ilk çeyreğinde FAVÖK marjı %36,7 olarak gerçekleşirken ikinci çeyrekte %19,5'e gerilemiş ve yılın ilk yarısında %28,8 olarak gerçekleşmiştir. İNA projeksiyonlarında 2021 yılı için hedeflenen FAVÖK marjı %37,4 olarak projekte edilmiş olup cari yılın ilk yarısında gerçekleşen FAVÖK marjının oldukça üzerinde olduğu konusuna şerh düşmek isteriz. Bu duruma ek olarak 2021 yıl sonunda faaliyete geçmesi planlanan Egepol International Hastanesinin faaliyete girme aşamasında yaşanabilecek gecikmeler, İNA değerlemesinde bahsi geçen projeksiyon hedeflerine ulaşılmasında risk oluşturabileceği kanısındayız.
- Sonuç olarak İNA değerlemesinde hedeflenen projeksiyonlara erişilmesi durumunda Şirket'in halka arz fiyatının tespit edilmesinde %15,0 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 5,00 TL pay başı talep toplama fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz. Uygulanan %15'lik iskontonun makul olduğunu, değerinde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.