

MLPCARE

MEDICALPARK | livHOSPITAL

MLP Sağlık Hizmetleri A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

31 Ocak 2018

İŞ YATIRIM



İçindekiler

1	Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler.....	4
2	Şirket Hakkında Özet Bilgi	5
3	Finansal Görünüm	8
4	Değerleme Hakkında Özet Bilgi	10
5	Görüş	12

Önemli Not:

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Ak Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin ("Ak Yatırım") MLP Sağlık Hizmetleri A.Ş. ("Medical Park", "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili ihraççı bilgi dokümanı ve sermaye piyasası aracı notu incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1 Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Tablo 1 Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arz Öncesi Sermaye	176.458.254 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	201.458.254 TL
Halka Arz Toplamı (Nominal)	
<i>Sermaye Artırımı (Nominal)</i>	25.000.000 TL
<i>Ortak Satışı (Nominal)</i>	38.333.333 TL (ek satış dahil 47.833.333 TL)
Halka Açıklık Oranı	%31,44 (ek satış dahil %36,15)
Tahsisat	
Yurtiçi Bireysel	%2,5
Yurtiçi Kurumsal	%7,5
Yurtdışı Kurumsal	%90
Aracı Kurum	Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Halka Arz Satış Yöntemi	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Fiyat	24,00 TL – 28,80 TL
Lock-up (Satmama Taahhüdü)	<ul style="list-style-type: none"> Ortaklar sahip oldukları payları 180 gün boyunca satmama, ve Şirket 180 gün süreyle bedelli sermaye artırımını yapmama taahhüdünde bulunmuştur. Ayrıca, satan ortaklar sahibi oldukları payları 1 yıl boyunca halka arz fiyatının altında satmama taahhüdünde bulunmuştur.
Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı	Şirket, halka arz gelirinin tamamını net mali borçluluğunun azaltılması amacıyla mevcut yabancı para cinsinden alınmış mali borçlarının bir kısmının geri ödenmesinde kullanmayı planlamaktadır. Halka arz fiyatına göre, 30 Eylül 2017'deki yabancı para cinsinden borçlarının yaklaşık %60-65'ine denk gelen kısmı, halka arz gelirleri ile kapatılması planlanmaktadır.
Temettü Planı	Herhangi bir kar dağıtım zorunluluğu bulunmamakta olup, kar dağıtım esasları TTK ve sermaye piyasası mevzuatı hükümlerine uygun olarak, Şirket'in kar dağıtım politikası çerçevesinde belirlenmektedir.
(Planlanan) Talep Toplama Tarihi	1-2 Şubat 2018

Kaynak: Ak Yatırım

Arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Tablo 2 Ortaklık Yapısı

Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz'dan Sonra (Ek Satış Hariç)		Halka Arz'dan Sonrası (Ek Satış Dahil)	
	Pay Tutarı	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı	Pay Oranı (%)
Lightyear Healthcare B.V.	83.324.059	47,22	65.222.957	32,38	60.737.032	30,15
Sancak İnşaat Turizm 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
Halka Açık Kısım	-	-	63.333.333	31,44	72.833.333	36,15
TOPLAM	176.458.254	100	201.458.254	100	201.458.254	100

Kaynak: MLP Sağlık Hizmetleri A.Ş. - SPK Onaylı İzahname

2 Şirket Hakkında Özet Bilgi

Şirket, Türkiye’de sağlık sektöründe özel sağlık hizmetleri sağlayıcısı olarak faaliyet göstermektedir. Türkiye Sağlık Sektörü’ne ilişkin bilgiler MLP Sağlık Hizmetleri A.Ş.’nin SPK Onaylı İzahnamesi’nde ve Ak Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’nda detaylı bir şekilde verilmektedir.

Şirket, Medical Park, VM Medical Park ve Liv Hospitals markaları altında faaliyet göstermektedir. 30 Eylül 2017 itibarıyla, 17 şehirdeki 29 hastanesi ve 5,330 yatak kapasitesi ile özel hastaneler arasında en fazla yatak kapasitesine sahip kurumdur. 16.000’in üzerinde toplam çalışanı ve 2.000’in üzerinde uzman doktoru ile yılda ortalama 2,4 milyon kişiye hizmet vermektedir.

Hastanelerin Coğrafi Dağılımı



Şirket, gelirlerini hastane hizmetleri, yönetim hizmeti sunulan hastaneler ve diğer yan iş kolları olmak üzere 3 ana grupta sınıflandırmaktadır. Hastane hizmetleri kapsamında Şirket'in doğrudan işlettiği 27 adet hastanesi bulunmaktadır. İzahname'de Şirket, hastanelerini fiyatlandırma ve hizmet düzeyi açısından farklılaştırabilmek amacıyla Medical Park, VM Medical Park ve Liv Hospitals markaları altında sırasıyla üst segment (uppermass), kitlesel premium (mass premium) ve premium segmentleri şeklinde tanımlamıştır.

Yönetim hizmeti sunulan hastaneler, yönetim danışmanlığı sözleşmeleri kapsamında işletilen İstanbul Aydın Üniversitesi Hastanesi ve İstinye Üniversitesi Hastanesi'ni kapsamaktadır. Şirket, üniversitelere ait olan bu hastanelerin yıllık gelir ve karlarından yönetim danışmanlığı sözleşmeleri kapsamında pay almaktadır.

Diğer Yan İş Kolları kapsamında Şirket, hastane faaliyetlerine ek olarak Laboratuvar Hizmetleri, Görüntüleme Hizmetleri, Catering Hizmetleri ve Sigorta Aracılığı hizmetlerinde bulunmaktadır.

Şirket'in dengeli bir gelir yapısı bulunmaktadır. 30 Eylül 2017 itibarıyla Şirket'in gelirlerinin %36'sı SGK'dan, %33'ü ödemesini kendi yapan hastalardan, %7'si özel sağlık sigortası ve anlaşmalı kurumlardan, %7'si sağlık turizmi kapsamında gelen yabancı hastalardan, kalan %7'si ise diğer yan iş kollarından elde edilmiştir.

	31 Aralık'ta sona eren yıllık dönem			30 Eylül'de sona eren dokuz aylık dönem	
	2014	2015	2016	2016	2017
Toplam Gelirler (Bin TL)	1.518.025	1.843.387	2.160.072	1.569.256	1.873.356
Dağılım (%)					
Devlet (SGK)	44	41	39	40	36
Ödemesini kendi yapan hastalar/katkı payları	27	31	34	34	33
Özel Sağlık Sigortası ve sözleşmeli kuruluşlar	10	12	16	16	17
Sağlık turizmi	15	11	5	5	7
Diğer yan iş kolları	4	4	6	6	7

Kaynak: Ak Yatırım Fiyat Tespit Raporu

30 Eylül 2017 tarihinde sona eren dokuz aylık dönem itibarıyla Şirket'in toplam gelirlerinin %61'i yatarak tedavi gören hastalardan gelmektedir. Ayakta tedavi gören hastaların payı ise 2014-2017 yılları arasında düzenli bir gelişme göstererek, 2014 yılında %35'ten 30.09.2017 itibarıyla %39 seviyesine ulaşmıştır.

	31 Aralık'ta sona eren yıllık dönem						30 Eylül'de sona eren dokuz aylık dönem			
	2014		2015		2016		2016		2017	
	Hasılat (Bin TL)	Oran (%)	Hasılat (Bin TL)	Oran (%)	Hasılat (Bin TL)	Oran (%)	Hasılat (Bin TL)	Oran (%)	Hasılat (Bin TL)	Oran (%)
Yatarak Tedavi Gören	804.216	65	978.790	63	1.181.386	62	864.665	62	985.021	61
Ayakta Tedavi Gören	423.960	35	574.119	37	733.285	38	531.462	38	626.330	39
Toplam*	1.228.175	100	1.552.909	100	1.914.671	100	1.396.128	100	1.611.351	100

Kaynak: Ak Yatırım Fiyat Tespit Raporu

*Sağlık turizminden elde edilen gelirler hariç tutulmuştur.

MLP Sağlık Hizmetleri A.Ş.'nin SPK onaylı izahnamesinde yer alan verilere göre:

- Şirket, operasyonel ve finansal faaliyetlerini takip ederken, portföyünde bulunan hastaneleri Şirket'in bünyesinde faaliyet gösterdikleri süreleri dikkate alarak sınıflandırmaktadır. Bu sınıflandırmaya göre; Şirket'in Ocak 2015'ten önce açtığı veya devraldığı hastaneler "gelişmiş", diğer hastaneler ise "gelişmekte olan" hastaneler olarak tanımlanmaktadır. 30 Eylül 2017 itibarıyla Şirket'in 18 gelişmiş hastanesinde toplam 3.344 yatak, 9 gelişmekte olan hastanesinde 1.386 yatak ve 2 yönetim hizmeti verilen (işletilen) hastanesinde 600 yatak bulunmaktadır. Yönetim hizmeti verilen üniversite hastanelerinin gelirleri Diğer Yan İş Kolları altında değerlendirilmektedir.
- Medical Park, 2016 yılında 4,7 milyon hastaya ayakta tedavi hizmeti sunmuştur. Artan hastane sayısı ve gelişmekte olan hastanelerdeki iyileşmenin de etkisi ile ayakta tedavi gören hasta sayısı 2014-2016 yılları arasında %12,9 YBBO ile büyümüş, 30 Eylül 2017 itibarıyla ise aynı döneme göre %2,6 artış göstermiştir. Öte yandan, ayakta tedavi gören hastalardaki büyümenin büyük oranda gelişmekte olan hastanelerden geldiği, gelişmiş hastanelerde ayakta tedavi gören hasta sayısındaki büyümenin görece düşük kaldığı görülmektedir.
- Artan kapasitenin de etkisiyle, yatarak tedavi gören hasta sayısında da benzer bir büyüme trendi söz konusudur. 2014-2016 yılları arasında yatarak tedavi gören hasta sayısı %18,6 YBBO ile artmış, 2017'nin ilk 9 ayında ise, geçen senenin aynı dönemine göre %10,9 artış göstermiştir. 2014-2016 yılları arasında yatan hasta sayısında gelişmiş hastanelerde %9,3, gelişmekte olan hastanelerde ise %80,3 oranında bir artış görülmüştür.
- Yatan ve ayakta hastalardan elde edilen hasta başına gelire bakıldığında ise, 30 Eylül 2017 itibarıyla yatan hastalardan elde edilen gelirin 2,242 TL, ayakta hastalardan elde edilen gelirin ise 183 TL olduğu görülmektedir. Ayakta hastalardan elde edilen ziyaret başı gelirden, 2014-2016 yılları arasında hem gelişmiş hem de gelişmekte olan hastanelerde yıllık yaklaşık %19 oranında bir artış görülmektedir. Protokol başına gelirden ise, gelişmekte olan hastaneler %27 YBBO elde ederken, gelişmiş hastanelerde bu büyüme %4 oranında kalmıştır.

Milyon TL	31 Aralık'ta sona eren yıllık dönem			30 Eylül'de sona eren dokuz aylık dönem	
	2014	2015	2016	2016	2017
Toplam Gelirler (Bin TL)	1.518.025	1.843.387	2.160.072	1.569.256	1.873.356
Yatak sayısı	3.380	4.054	4.622	4.272	5.330
Hastane Sayısı	25	26	27	26	29
Gelişmiş hastaneler	19	18	18	18	18
Gelişmekte olan hastaneler	6	8	9	8	9
Yönetim Hizmeti Verilen	-	-	-	-	2
Toplam Gelirler İçerisindeki Payı (%)					
Gelişmiş Hastaneler	%91	%86	%79	%79	%77
Gelişmekte Olan Hastaneler	%5	%10	%15	%15	%16
Diğer	%4	%4	%6	%6	%7
Ayakta Tedavi Gören Hasta Sayısı (bin)	3.813	4.546	4.859	3.577	3.670
Gelişmiş hastaneler	3.407	3.534	3.585	2.635	2.742
Gelişmekte olan hastaneler	406	1.012	1.274	942	928
Yatarak Tedavi Gören Hasta Sayısı (bin)	425	532	598	440	488
Gelişmiş hastaneler	381	423	455	335	369
Gelişmekte olan hastaneler	44	109	143	105	119
Ziyaret Başına Ortalama Ayakta Tedavi Gören Hasta Geliri (TL)					
Gelişmiş hastaneler	115	138	164	161	183
Gelişmekte olan hastaneler	82	86	115	113	134
Protokol Başına Ortalama Yatarak Tedavi Gören Hasta Geliri (TL)					
Gelişmiş hastaneler	2.025	2.087	2.206	2.195	2.242
Gelişmekte olan hastaneler	769	888	1.244	1.230	1.328

Kaynak: MLP Sağlık Hizmetleri A.Ş. - SPK Onaylı İzahname

3 Finansal Görünüm

Hem hasta sayılarında, hem de hasta başına gelirden görülen artışlar, Şirket'in finansal performansına olumlu yansımıştır. 2014-2016 yılları arasında sağlık hizmetlerinde elde edilen gelir %19,3 YBBO ile artarak, yaklaşık 2,2 milyar TL'ye ulaşmıştır. %19,4 oranındaki 2017 yılında görülen artış da bu momentumun sürdüğünü göstermektedir.

Gelirlerdeki görece daha güçlü artışın sayesinde, düzeltilmiş FAVÖK marjında aynı döneme göre gelişme göstererek, 30 Eylül 2017'de %15,1 olarak gerçekleşmiştir. 30.09.2016-30.09.2017 tarihleri arasındaki son 12 aylık döneme ait net satışlar ve raporlanan FAVÖK rakamları ise sırasıyla 2.464 milyon TL ve 394 milyon TL'dir.

(bin TL)	31 Aralık'ta sona eren yıllık dönem				30 Eylül'de sona eren dokuz aylık dönem		
	2014	2015	2016	2014-2016 YBBO (%)	2016	2017	2017 - 2016 Değişim (%)
Net Satışlar	1.518.025	1.843.387	2.160.072	19,3	1.569.256	1.873.356	19,4
Raporlanan FAVÖK ¹	195.857	234.713	354.098	34,5	231.662	271.799	17,3
Düzeltilmiş FAVÖK ²	209.783	237.677	312.397	22,0	222.456	282.294	26,9
Düzeltilmiş FAVÖK Marj (%)	13,8	12,9	14,5	-	14,2	15,1	

(1) Raporlanan FAVÖK: Vergi Öncesi Kara Amortisman ve Finansman Gider/Gelirlerinin eklenmesi/gıkarılması ile hesaplanmıştır.

(2) Düzeltilmiş FAVÖK: Tek seferlik kambiyo kar/zararı ve nakit çıkışı gerektirmeyen kalemlerin Raporlanan FAVÖK'ten çıkarılması/eklenmesi ile hesaplanmaktadır.

Kaynak: Ak Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in finansal kiralama dahil kısa vadeli ve uzun vadeli finansal borçlarından nakit ve nakit benzerlerinin çıkartılması ile hesaplanan 30 Eylül 2017 itibarıyla net finansal borcu 1.353 milyon TL olarak açıklanmıştır.

Tablo 3 Medical Park Net Finansal Borç Durumu (30.09.2017)

Net Finansal Borç (30.09.2017 itibarıyla)	Milyon TL
Kısa Vadeli Borçlanmalar	68
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	(+) 281
Kısa Vadeli Finansal Kiralama Yükümlülükleri	(+) 89
Uzun Vadeli Borçlanmalar	(+) 879
Uzun Vadeli Finansal Kiralama Yükümlülükleri	(+) 235
Nakit ve Nakit Benzerleri	(-) 199
Net Finansal Borçlar	(=) 1.353

Kaynak: Ak Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Tablo 4 Medical Park Özet Bilanço ve Gelir Tablosu

Özet Bilanço (milyon TL)	31 Aralık'ta sona eren yıllık dönem			30 Eylül'de sona eren 9 aylık dönem	
	2014	2015	2016	2016	2017
TOPLAM VARLIKLAR	2.014	2.302	2.435	2.435	2.580
Nakit ve Nakit Benzerleri	213	92	111		199
Ticari Alacaklar	471	612	724		699
Stoklar	31	42	45		46
Diğer Dönen Varlıklar	82	155	136		135
Dönen Varlıklar	798	901	1.016		1.079
Maddi ve Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.039	1.207	1.173		1.218
Ertelenmiş Vergi Varlığı	62	99	146		165
Diğer Duran Varlıklar	115	95	101		119
Duran Varlıklar	1.216	1.401	1.420		1.501
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	2.014	2.302	2.435	2.435	2.580
Ticari Borçlar	358	352	449		500
Kısa Vadeli Diğer Yükümlülükler	111	123	175		185
Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler	350	738	408		438
Kısa Vadeli Yükümlülükler	819	1.214	1.031		1.124
Uzun Vadeli Diğer Yükümlülükler	76	57	53		55
Ertenmiş Vergi Yükümlülükleri	106	96	124		118
Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler	643	614	962		1.114
Uzun Vadeli Yükümlülükler	826	767	1.139		1.287
Özkaynaklar	368	322	265		170
Özet Gelir Tablosu (milyon TL)	31 Aralık'ta sona eren yıllık dönem			30 Eylül'de sona eren dokuz aylık dönem	
	2014	2015	2016	2016	2017
Hasılat	1.518	1.843	2.160	1.569	1.873
Satışların Maliyeti	-1.240	-1.562	-1.854	-1.360	-1.593
Brüt Kar	278	281	306	209	281
Genel yönetim giderleri	-157	-174	-127	-89	-136
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	209	116	200	115	255
Esas faaliyetlerden diğer giderler	-87	-106	-171	-113	-250
Esas faaliyet karı	243	117	209	122	150
Finansman giderleri	-128	-194	-271	-164	-238
Vergi öncesi kar	115	-77	-62	-42	-88
Vergi geliri / (Gideri)	12	35	14	5	15
Dönem karı / (zararı)	127	-43	-49	-36	-73

Kaynak: MLP Sağlık Hizmetleri A.Ş. Bağımsız Denetim Raporları

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Ak Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında MLP Sağlık Hizmetleri A.Ş. paylarının birim fiyat tespitinde;

- İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi
- Defter Değeri Yöntemi
- Piyasa Çarpanları Yöntemi

yöntemleri değerlendirilmiştir. Piyasa Değeri'nin tespitinde bu yöntemlerden sadece Piyasa Çarpanları Yöntemi kullanılmış olup; İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemi, Şirket'in finansal durumuna ilişkin projeksiyonlar İzahname kapsamında yatırımcılarla paylaşılmadığından; Defter Değeri Yöntemi ise sadece mevcut durumu yansıtır, Şirket'in geleceğe yönelik faaliyetlerini içermediğinden dolayı kullanılmamıştır.

Ak Yatırım tarafından hazırlanan raporda, Piyasa Çarpanları Yöntemi kapsamında gelişmekte olan ülkelerde sağlık hizmetleri sektöründe faaliyet gösteren ve gelirlerinin büyük çoğunluğu hastane faaliyetlerinden gelen halka açık uluslararası şirketler incelenmiş olup, toplamda kıyaslamaya uygun olarak 9 şirket belirlenmiştir. İş Yatırım olarak, belirtilen şirketlere ek olarak Georgia Healthcare, Life Healthcare, MD Medical, Middle East Healthcare ve Mitra Keluaga şirketlerinin de bu çalışma kapsamında kullanılmasının uygun olabileceğini düşünmekteyiz.

Coğrafi bazda değerlendirildiğinde ise, gelişmekte olan ülkelerin çarpanlarının daha iyi bir kıyaslama sunacağından dolayı, benzer şirket listesi sadece gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren şirketlerden oluşmakta olup, gelişmiş ülkelerdeki benzer şirketler bu çalışmaya dahil edilmemiştir (örneğin Rhoen-Klinikum AG, Healthscope Ltd., Capio AB).

Türkiye'de hastane işletmeciliği alanında faaliyet gösteren tek halka açık şirket olan Lokman Hekim Engürüsağ Sağlık A.Ş. ("Lokman Hekim"), piyasa değeri ve ölçek olarak Medical Park'a kıyasla çok küçük olduğundan bir kıyaslama imkanı vermeyeceği düşünülerek, Piyasa Çarpanları Yöntemi'ne dahil edilmemiştir.

Ak Yatırım tarafından 16 Ocak 2018 tarihinde çekilen çarpanların üzerine, tarafımızca eklenen şirketlerin de eklenmesiyle oluşturulan yeni benzer şirketler listesi 29 Ocak 2018 tarihli verileri kullanılarak güncellenmiş ve aşağıda sunulmuştur.

Tablo 5 Benzer Şirketler Listesi

Şirket	Ülke	Gelirler (mn\$)	FAVÖK (mn\$)	Piyasa Değeri (mn\$)	Firma Değeri (mn\$)	FD/Satışlar	FD/FAVÖK
IHH Healthcare	Malezya	2.509	606	12.758	14.065	5,61	23,21
Mediclinic International	Güney Afrika	3.638	659	6.301	8.659	2,38	13,14
NMC Health	BAE	1.418	291	9.734	10.830	7,64	37,26
Bangkok Dusit	Tayland	2.076	543	10.546	11.683	5,63	21,50
Apollo Hospitals	Hindistan	961	115	2.493	2.914	3,03	25,24
Raffles Medical Group	Singapur	339	69	1.515	1.498	4,42	21,76
Siloam International	Endonezya	423	40	1.091	1.078	2,55	27,17
Mouwasat Medical	S. Arabistan	381	116	2.173	2.283	5,99	19,71
Dallah Healthcare	S. Arabistan	321	94	1.696	1.805	5,63	19,30
Georgia Healthcare	Gürcistan	253	39	627	822	3,25	21,24
Life Healthcare	Güney Afrika	1.556	376	3.319	4.392	2,82	11,67
MD Medical	Rusya	183	55	771	798	4,37	14,49
Middle East Healthcare	S. Arabistan	431	97	1.389	1.465	3,40	15,05
Mitra Keluaga	Endonezya	184	65	2.067	1.923	10,43	29,44
Medyan						4,4	21,4
Ortalama						4,8	21,4

Kaynak: Bloomberg, İş Yatırım – 29 Ocak 2018 itibarıyla

Piyasa Çarpanları Yöntemi kapsamında, bu şirketlerden elde edilen 2 farklı çarpan (Firma Değeri / Net Satışlar ve Firma Değeri / FAVÖK) yöntemi değerlendirilmiştir. FD/FAVÖK ve FD/Satışlar çarpanları hesaplanırken, benzer şirketlerin 30.09.2017 itibarıyla son 12 aylık net satışlar ve FAVÖK tutarları baz alınmıştır. Medical Park'ın son 12 aylık dönemde net zarar açıklamasından ötürü, piyasada yaygın olarak kullanılan diğer bir çarpan olan Fiyat/Kazanç çarpanı kullanılmamıştır.

İlave edilen şirketlerle ve yeni tarihli güncellenen çalışma neticesinde; son 12 aylık verilerle hesaplanan ortalama FD/Satışlar ve FD/FAVÖK çarpanlarını sırasıyla 4,8x ve 21,4x olarak hesaplanmaktadır. Ak Yatırım tarafından yapılan analiz neticesinde bulunan FD/Satışlar ve FD/FAVÖK çarpanları ise sırasıyla 4,4x ve 22,2x olarak belirlenmiş olup, çalışmamız ile yakın sonuçlar verdiği görülmektedir.

Tablo 6 Ak Yatırım Tarafından Yapılan Değerleme Tablosu

30.09.2017'de sona eren 12 aylık dönem	Milyon TL	Ağırlık
Net Satışlar	2.464	
Raporlanan FAVÖK	394	
Net Finansal Borç (30.09.2017 itibarıyla)	1.353	
Kontrol Gücü Olmayan Paylar (30.09.2017 itibarıyla)	90	
FD/Satışlar Çarpanı	4,4x	
FD/FAVÖK Çarpanı	22,2x	
FD/Satışlar Çarpanı ile belirlenen piyasa değeri	9.390,8	%10
FD/FAVÖK Çarpanı ile belirlenen piyasa değeri	7.299,6	%90
Halka Arz Öncesi Ortalama Piyasa Değeri	7.508,7	

Kaynak: Ak Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Ak Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na göre, halka arz fiyatı pay başına 24,00 TL ile 28,80 TL olarak belirlenmiştir. Ayrıca, Rapor'da belirlenen FD/Satışlar ve FD/FAVÖK çarpanlarının sırasıyla %10 ve %90 oranda ağırlıklandırılarak yapılan değerlendirme neticesinde, halka arz öncesi ortalama piyasa değeri 7.508,7 milyon TL olarak tespit edilmiştir. Halka arzdan elde edilecek gelirin eklenmesi ve tahmini halka arz masraflarının düşülmesi ile halka arz sonrası ortalama piyasa değeri hesaplanmıştır. Ak Yatırım çalışmasına göre, halka arz taban ve tavan fiyatı sırasıyla %40,3 ve %29,4 iskontoya tekabül etmektedir.

(TL)			
Halka Arz Öncesi Nominal Sermaye		176.458.254	
Piyasa Çarpanları Yöntemi ile Hesaplanan Halka Arz Öncesi Ortalama Piyasa Değeri	a	7.508.722.323	
Nominal Sermaye Artışı	b	25.000.000	
Halka Arz Sonrası Nominal Sermaye	c	201.458.254	
Halka Arz Fiyatı (TL/pay)	d	24,00 TL	28,80 TL
Tahmini Halka Arz Masrafları	e	12.000.000	
Halka Arzdan Elde Edilecek Gelir	f= (b*d)-e	588.000.000	708.000.000
Piyasa Çarpanları Yöntemi ile Hesaplanan Halka Arz Sonrası Ortalama Piyasa Değeri	g= a+f	8.096.722.323	8.216.722.323
Halka Arz Fiyat Aralığı İle Hesaplanan Piyasa Değeri	h= c*d	4.834.998.096	5.801.997.715
Halka Arz İskontosu	i=1-(h/g)	%40,3	%29,4

Kaynak: Ak Yatırım Fiyat Tespit Raporu

5 Görüş

Ak Yatırım'ın hazırladığı fiyat tespit raporu ve değerlendirme çalışması tarafımızca incelenmiştir. Ayrıca, tarafımızca eklenmesi uygun görülen diğer benzer şirketleri de içeren yeni bir benzer şirket listesi hazırlanmış olup; küresel piyasalardaki son dönemde yaşanan volatilité de göz önüne alınarak bu liste ve ilgili çarpanlar 29.01.2018 tarihi itibarıyla güncellenerek, sonuçlar incelenmiştir.

İncelemelerimiz neticesinde, Ak Yatırım'ın fiyat tespit raporuna ilişkin görüşlerimiz aşağıdaki şekildedir:

- Ak Yatırım'ın kullandığı değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmış olup, değerlendirme metodolojisi olarak uygundur.
- Şirket'in geleceğe ilişkin projeksiyonlarının paylaşılmamasından dolayı, İndirgenmiş Nakit Akımları yönteminin kullanılmasını anlaşılabilir buluyoruz.
- Şirket'in faaliyetleri ve iş modeli göz önüne alındığında, net defter değeri yönteminin Şirket'in değerini tam olarak yansıtmayacağını düşünüyor ve fiyat tespitinde kullanılmamasını makul buluyoruz.
- Piyasa Çarpanları Yöntemi kapsamında seçilen şirketlerin tamamının faaliyetleri, iş modelleri, büyüme performansları açısından benzerlik göstermeleri ve gelişmekte olan ülkelerde faaliyet göstermeleri sebebiyle, seçilen şirketlerin makul olduğunu düşünüyoruz. Öte yandan, Ak Yatırım'ın raporunda benzer özelliklerdeki, sağlık sektöründe faaliyet gösteren halka açık diğer şirketlerin de eklenerek, benzer şirket listesinin genişletilebileceğini düşünüyoruz.
- Şirket'in geleceğe yönelik bir projeksiyon sunmamasından ötürü, geleceğe yönelik bir çarpan analizi yerine son 12 aylık verilerden elde edilen çarpanların kullanılmasını değerlendirme açısından makul buluyoruz.
- Türkiye'de hastane işletmeciliği alanında faaliyet gösteren tek halka açık şirket olan Lokman Hekim'in, ölçek olarak uygun bir kıyaslama imkanı vermediğinden dolayı fiyat tespitinde kullanılmamasını makul buluyoruz.

SONUÇ OLARAK;

Tarafımızca güncellenen çarpan analizine göre hesapladığımız FD/Satışlar ve FD/FAVÖK çarpanları, Ak Yatırım tarafından fiyat tespitinde kullanılan çarpanlarla tutarlılık göstermektedir. Bu sebeple, yapılan incelemeler sonucunda, ve İzahname'de yer alan riskler de saklı kalmak koşuluyla, belirlenen halka arz fiyat aralığının makul olduğu görüşündeyiz.