



Nasmed Özel Sağlık Hizmetleri Ticaret A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Analizi

Ağustos 2021

Önemli Not: İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Ahlatcı Yatırım A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin aracılık ettiği Nasmed Özel Sağlık Hizmetleri Ticaret A.Ş. ("Egepol" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Tacirler Yatırım") hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halka Arz Bilgileri	
Talep Toplama Tarihi	25-26 Ağustos 2021
İlk İşlem Tarihi (Tahmini)	1-2 Eylül 2021
Hisse Kodu / Pazar	EGEPO / Ana Pazar
Halka Açıklık Oranı	20,00%
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	100.000.000
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	125.000.000
Halka Arz Yöntemi	Borsa'da Satış - Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Fiyatı	5,00 TL
Arz Edilecek Paylar	25.000.000 TL - Toplam 25.000.000 TL - Sermaye Artırımı
Ek Satış	Yoktur
Halka Arz Büyüklüğü	125.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Şirket Değeri	625.000.000
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Tahsisat	Yoktur
Fiyat İstikrarı	Planlanmamaktadır.

Şirket Bilgileri

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 ili Konak ilçesinde 2.104 m² 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 (Nöroşirürji), 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 Tüberkuloz, 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, Yenidogan Yoğun Bakım Ünitesi, Anjiyografi Ünitesi, Endoskopi Ünitesi, Ozon Uygulama Ünitesi, Transfüzyon Merkezi, Kalp Merkezi bölümlerinde faaliyet göstermektedir.

Şirket, İzmir ilinde bünyesinde bulundurduğu iki faal hastane ve birinin yapımının tamamlanmak üzere olduğu toplam 3 adet hastaneyi bünyesinde barındırmaktadır. Egepol Hastanesi, Egepol Cerrahi Hastanesi ve inşaatı yaklaşık %95 tamamlanmış olan Egepol International Hastanesi İzmir'in en kalabalık bölgelerinden birinde Konak ve Karabağlar ilçelerini 2008 yılında ikiye ayıran anayol üzerinde, çok merkezi bir konumda bulunmaktadır.

Şirket, toplamda 2 aktif hastanesi, 80 aktif çalışan doktor ile 38 birimde ve 225 yatak kapasitesi ile faaliyet göstermektedir.

Egepol Cerrahi Hastanesi, 4.411 m² kapalı alanda 75 hasta yatak kapasitesi ile hizmet vermektedir.

Egepol International, 2017 yılında inşaatına başlanan üçüncü hastanenin inşaatı işbu izahname tarihi itibarıyla yaklaşık %95'i tamamlanmıştır ve hastanenin 2021 yılı sonunda faaliyete geçmesi beklenmektedir. 7.346 m² alanda ilk aşamada 30 yatak, sonrasında 100 yatak kapasitesiyle hizmet verecektir.

Ortaklık Yapısı

Ortağın Unvanı/Adı Soyadı	Sermaye Payı / Oy Hakkı (TL)	Sermaye Payı / Oy Hakkı (%)
Necip Nasır	25.000.000	25,00
Aslan Nasır	25.000.000	25,00
Servet Nasır	25.000.000	25,00
Nuri Nasır	25.000.000	25,00
Toplam	100.000.000	25,00

Halka Arzın Gerekçesi ve Halka Arzdan Elde Edilecek Gelirin Kullanım Alanları

Hissedarların seneler içinde gerçekleştirdiği büyüme sonrası geldiği noktada, Şirket'in evrensel Krumsal Yönetişim ilkeleriyle yönetilmesi ihtiyacını görmüşlerdir. Diğer paydaşlarını ortak ederek sağlanacak kaynakların büyümeye ve modernizasyona yönlendirilmesiyle, Şirket'in yurt içi ve yurt dışında daha çok tercih edilen sağlık kuruluşları haline gelmesi amaçlanmaktadır.

- Halka arz gelirin %20 - %30 arasında değişen tutarı, inşaatı büyük ölçüde tamamlanan Egepol International Hastanesi'nin tıbbi cihaz ve Bilgi Teknolojisi donanımı gibi maline ve teçhizat yatırımı yanında hijyenik zemin ve duvar kaplaması, mekanik tesisat, tıbbi gaz ve elektrik tesisatı gibi yeraltı ve yerüstü yatırımları için kullanılacaktır.
- Halka arz gelirin %15 - %25 kadarı 2009 yılında kurulmuş olan Egepol Hastanesi'nin modernizasyonu için kullanılacaktır. Bu modernizasyon kapsamında poliklinik alanın genişletilmesi, hasta odalarının modernizasyonu ve yeniden mefruşatlandırılması ile binanın genel olarak elden geçmesine ilişkin olarak yapılacak yatırım harcamaları dahil edilecektir.
- Halka arz gelirin yaklaşık %5 - %15'i günümüz sağlık hizmetlerinin gereklerinden biri olan Evde Sağlık ve Online Sağlık Hizmetleri ile Egepol Mobil Sağlık Hizmetlerine ilişkin projelerin hayata geçirilmesi için kullanılacaktır.
- Halka arz gelirin yaklaşık %5 - %10'unun Nükleer Tıp Radyasyon Onkolojisi, Tüp Bebek ve Onkoloji gibi yeni ünitelerinin oluşturulması için harcanması;
- Halka arz gelirin %10 - %20'sinin 2021 yılı sonunda hizmet vermeye başlaması planlanan Egepol International Hastane'sinin, işletmeye alınmasından sonra gereken işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması,
- Halka arz gelirin %5 - %10'u ile sağlık turizmi faaliyetlerine başlanması için gereken kaynağın sağlanması,
- Halka arz gelirin kalan kısmı ile de Şirket'in ana sözleşmesinde yer alan faaliyet konularında ortaya çıkabilecek fırsat niteliği taşıyacak yatırımların yapılması planlanmaktadır.

FİNANSAL BİLGİLER

Son 3 yıllık bağımsız denetimden geçmiş karşılaştırmalı özet finansal durum ve kar-zarar tablosu aşağıdaki gibidir.

Gelir Tablosu	2018	2019	2020	2020/03	2021/03
Hasılat	70,697,744	79,583,621	114,564,673	23,429,491	38,438,252
Satışların Maliyeti	-44,971,436	-58,857,619	-72,672,488	-15,827,347	-24,840,669
Brüt Kar/Zarar	25,726,308	20,726,002	41,892,185	7,602,144	13,597,583
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	-4,020,544	-312,825	-321,880	-46,840	-48,077
Genel Yönetim Giderleri	-9,072,182	-9,605,119	-9,101,862	-1,983,567	-2,149,353
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	486,568	1,144,184	10,396,616	6,565,580	1,154,151
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-1,052,856	-853,566	-5,157,511	-1,999,903	-182,269
Esas Faaliyet Karı	12,067,294	11,098,676	37,707,548	10,137,414	12,372,036
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-	60	-	-	4,275,000
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
Vergi Öncesi Dönem Karı/Zararı	8,479,207	7,076,376	33,384,799	8,949,012	15,955,345
Vergi Gideri	-232,864	-1,125,760	-451,392	-118,892	-2,280,298
Sürdürülen Faaliyetler Dönem	8,246,343	5,950,616	32,933,407	8,830,120	13,675,047
Net Karı/Zararı					
Dönem Karı/Zararı	8,246,343	5,950,616	32,933,407	8,830,120	13,675,047

VARLIKLAR (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2021
Dönen Varlıklar	15.429.009	24.265.443	48.652.186	55.135.533
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
– İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	8.809.376	9.955.744	18.419.571	18.852.872
Diğer Alacaklar	137.125	257.573	565.386	199.597
– İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	49.016	238.068	524.662	28.700
– İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	88.109	19.505	40.724	170.897
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
Duran Varlıklar	121.341.218	136.190.796	165.685.710	232.184.307
Diğer Alacaklar	17.573	91.058	108.682	177.563
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	17.573	91.058	108.682	177.563
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
Kullanım Hakkı Varlıkları	34.105.422	32.591.847	31.211.014	30.753.632
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	7.732.845	10.570.516	10.803.696	10.853.492
Peşin Ödenmiş Giderler	5.793.093	6.132.037	16.625.014	6.369.156
Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	-	1.835.366	-
TOPLAM VARLIKLAR	136.770.227	160.456.239	214.337.896	287.319.840

KAYNAKLAR (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2021
Kısa Vadeli Yükümlülükler	11.995.595	18.340.348	36.530.063	59.765.827
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 Borçlar	618.260	793.741	893.079	891.957
Ticari Borçlar	8.160.718	7.476.383	17.988.680	16.887.402
– İlişkili Olmayan Taraflara 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 Taraflara Diğer Borçlar	-	5.250	5.812	21.300.000
– İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	-	-	-	-
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 Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	528.575	1.347.719	753.892	1.024.114
– Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	196.345	389.096	437.734	437.734
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.201.738	1.767.761	618.617	1.141.820
Uzun Vadeli Yükümlülükler	37.694.555	49.166.661	52.291.575	56.725.611
Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	10.528.685	15.161.558	12.069.390
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	35.614.146	35.036.385	34.558.417	34.344.491
Uzun Vadeli Karşılıklar	2.037.918	2.851.384	2.571.600	3.285.404
– Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	2.037.918	2.851.384	2.571.600	3.285.404
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	42.491	750.207	-	7.026.326
Özkaynaklar	87.080.077	92.949.230	125.516.258	170.828.402
Ödenmiş Sermaye	30.000.000	30.000.000	100.000.000	100.000.000
Ödenmemiş Sermaye	-	-	-21.000.000	-
Sermaye Düzeltmesi Farkları	4.022	4.022	4.022	4.022
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacaklar	213.106	131.643	-234.736	-234.736
- Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazanç/Kayıpları	213.106	131.643	-234.736	-234.736
Maddi Duran Varlıklar Yeniden Değerleme Artışı	-	-	-	31.637.097
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	754.540	1.122.755	1.122.755	2.380.605
Geçmiş Yıllar Karları	47.862.066	55.740.194	12.690.810	23.366.367
Dönem Net Karı	8.246.343	5.950.616	32.933.407	13.675.047
Toplam Kaynaklar	136.770.227	160.456.239	214.337.896	287.319.840

DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİLER

Tacirler Yatırım, Egepol'ün halka arz fiyatının tespitinde Pazar Yaklaşımı (Piyasa Çarpanları Analizi) ve Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akım Analizi) (İNA) metodlarını kullanmıştır. Piyasa Çarpanları ile Yurt içi benzer şirketler çarpan değeri %50 ve İNA analizi ile bulunan şirket değeri %50 ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.

Piyasa Çarpanları Analizi

Pazar Yaklaşımı yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplamasında Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat / Kazanç (F/K) oranlarına yer verilmiştir. Borsa İstanbul'da hastane olarak faaliyet gösteren iki şirket olan Lokman Hekim ve MLP Sağlık hizmetleri her ne kadar birebir benzer şirket olsalar da iki şirketli bir örneklemin oluşturabileceği önyargıları elimine edebilmek için sağlık sektöründe faaliyet gösteren tüm şirketler dikkate alınmıştır. Bu şirketlerden Eczacıbaşı İlaç faaliyet konusu diğerlerine göre farklılaştığı için karşılaştırma dışı bırakılmıştır. 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 kullanılmıştır. Yurt dışında incelenen şirketlerin çarpan değerlerinin yurt içi benzer şirket çarpanlarından çok farklı olması nedeniyle yurt dışı çarpanlar değerlendirme çalışmasında dikkate alınmamıştır.

Yurtiçi Benzer Şirketler	F/K	FD/FAVÖK
Deva Holding	7,38	8,05
Lokman Hekim	10,83	6,15
MLP Sağlık Hizmetleri	64,63	7,12
Selçuk Ezca Deposu	8,73	6,12
RTA Laboratuvarları	11,53	9,68
Türk İlaç ve Serum	50,1	25,35
Medyan	11,18	7,58

Kullanılan çarpan yöntemleri arasında FD/FAVÖK çarpanına %50, F/K çarpanına %50 ağırlık verilmiştir. Bu şekilde hesaplanan değere net nakit eklenmesi ve 2021/3 aylık mali tablolarda 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	FD/FAVÖK	F/K
Xsağlık	7,58	11,18
Firma Değeri	350.631.893	
Net Borçluluk (-)	-2.213.893	
Özsermaye Değeri	352.845.018	422.463.837
Ortaklara Borç Ödemesi (-)	21.300.000	21.300.000
Ortaklara Borç Ödemesi Sonrası Özsermaye Değeri	331.545.018	401.163.837
Ağırlık	50%	50%
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	366.354.427	

İndirgenmiş Nakit Akım Analizi

- **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.
- **Doktor ve Yatak Sayıları:** 2021 yılı sonunda Egepol International hastanesinin devreye girmesiyle doktor sayısının 86'ya çıkması hedeflenmektedir. 2022-2026 yıllarında ise kademeli bir artış ile Şirket'in sahip olduğu 136 doktor kadrosunun tamamının devreye sokacağı öngörülmüştür. 2021 yılı sonunda Egepol International hastanesinin devreye girmesiyle yatak sayısının ise kademeli olarak 2022 yılında 290'a ve sonraki yıllarda tam kapasiteye ulaşarak 325 yatak sayısına ulaşacağı öngörülmektedir.
- **Ayaktan Hasta Sayıları:** 2021 yılında 359.976'dan 2026 yılına kadar %12,6 artışla 652.800'e çıkacağı öngörülmüştür.
- **Yatan Hasta Sayıları:** 2021 yılından itibaren pandeminin etkisinin azalmasıyla birlikte ertelenmiş ameliyat taleplerine bağlı olarak hasta sayısının ve dolayısıyla doluluk oranlarının artacağı öngörülmüştür. Doluluk oranlarının projeksiyon döneminde %71 ile başlayıp, 2026 yılına kadar %80 seviyelerine çıkması beklenmektedir.
- **Satılan Hizmet Maliyeti:** Hizmet maliyetini oluşturan en önemli unsur doktor ve sağlık personeli maliyetidir.
- İNA analizinde kullanılan varsayımlar ise aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

AOSM	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Risksiz Faiz Oranı	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%
Risk Primi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Özsermaye Maliyeti	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%
E/E+D	63.6%	71.8%	79.3%	83.0%	85.9%	87.9%
Borçlanma Maliyeti	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%
Borçlanma Primi	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Vergi Oranı	23.0%	21.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	16.5%	16.9%	17.5%	17.5%	17.5%	17.1%
AOSM	21.2%	21.9%	22.6%	22.8%	23.0%	23.1%

000 TL	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	114,565	208,454	323,917	458,926	553,367	605,33	660,294
FAVÖK	41,635	77,997	133,428	197,238	242,049	265,273	289,649
Vergi (-)	-439,00	9,531	26,542	35,324	43,731	47,787	52,027
Yatırımlar (-)	24,651	42,2	28,678	20,72	22,216	23,545	25,429
Net İşletme Sermayesi Değişimi	639	2,578	-3,414	41,012	9,421	5,137	5,413
TFRS 16 Düzeltmesi		2,738	3,203	3,687	4,11	4,49	4,849
Serbest Nakit Akımları	16,784	20,95	78,419	96,494	162,572	184,313	201,932
İskonto Oranı		21.2%	21.9%	22.6%	22.8%	23.0%	23.1%
İskonto Faktörü		1.02	0.84	0.68	0.56	0.45	0.37
Artık Değer Büyüme Oranı							5%
Artık Değer							1,174,059
Artık Değerin Bugünkü Değeri							431,853
Toplam NBD							401,263
Toplam Firma Değeri							833,116
Net Borçluluk							-2213
Ortaklara Borçlar							21,3
Hedef Özsermaye Değeri							814,029

SONUÇ

	İNA Analizi	Piyasa Çarpanları Analizi
Özsermaye Değeri	814,029,294	366,354,427
Ağırlık	50%	50%
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		590,191,860
Nominal Sermaye		100,000,000
Halka Arz İskontosu Öncesi Özsermaye Değeri		590,191,862
Halka Arz İskontosu		15%
Halka Arz İskontosu Sonrası Özsermaye Değeri		500,000,000
Pay Başına Değer		5.00

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine %50 ve Çarpan Analizi Yöntemine %50 ağırlık verilerek Şirket Değeri 590,191,860 TL olarak hesaplanmıştır. %15 iskonto uygulanarak birim halka arz fiyatı 5.00 TL olarak belirlenmiştir.

GÖRÜŞ

- Egepol için Tacirler Yatırım Menkul Değerler tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, şirket hakkındaki tanıtıcı bilgilere ve şirket faaliyetlerine yönelik açıklamalara yeterli, oldukça detaylı ve anlaşılır bir şekilde yer verildiğini düşünüyoruz. İlgili raporda kullanılan değerlendirme yöntemlerinin açıklamalarına da detaylı şekilde yer verilmiştir.
- Fiyat tespiti amacıyla yapılan değerlendirme çalışmasında Egepol için yapılan değerlendirme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akımları" ve "Piyasa Çarpanları Yöntemi" kullanılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Değerleme çalışmasında, gelir bazlı değerlendirme yaklaşımı olan ve şirket değerinin daha sağlıklı belirlenmesine imkân veren İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yönteminin kullanılmasını şirketin gelecek dönemlerde yaratacağı nakit akımlarını da analiz etmesi nedeniyle daha rasyonel bir şirket değeri ortaya çıkarması adına olumlu olarak değerlendiriyoruz.
- İNA analizinde yıl sonunda devreye girmesi planlanan Egepol International hastanesine yönelik beklentiler de dahil edilmiştir. Bu hastanenin yıl sonunda devreye girememesi durumunda analize dahil edilen bu beklentinin gerçekleşmemesi, şirket değeri üzerinde tahminlere göre sapmalar oluşmasına neden olabilir.
- Piyasa Çarpanları Yöntemi'nde Yurt dışında incelenen şirketlerin çarpan değerlerinin yurt içi benzer şirket çarpanlarından çok farklı olması nedeniyle yurt dışı çarpanlar değerlendirme çalışmasında dikkate alınmamasını makul karşılıyoruz. Bununla birlikte Şirket'in işlem göreceği pazardaki çarpan değerleri de hesaba katılarak çalışma zenginleştirilebilirdi.
- Piyasa Çarpanları Yöntemi'nde yurtiçindeki sağlık şirketlerinin FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının kullanılmasını ve çarpan değerlerinin medyanının alınmasını doğru bir yaklaşım olarak değerlendiriyoruz.
- İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Yöntemi'ne sırasıyla %50 ve %50 ağırlık verilmiştir. Yukarıda bahsettiğimiz gibi yıl sonu planlarının olası gerçekleşmemesi durumu bu beklentinin dahil edilmesiyle yapılan İNA analizi ile ulaşılan şirket değerinden sapmaya yol açabilir. Bu nedenle ihtiyatlı ve muhafazakâr yaklaşımla ağırlıklandırmada daha yüksek sonuç veren İNA analizine bir miktar daha az ağırlık verilmesi (Örneğin %40 İNA, %60 Piyasa Çarpanları gibi) uygun olabilirdi.
- Yukarıdaki değerlendirmelerle birlikte kullanılan değerlendirme yöntemleri sonucu bulunan değere %19.9 iskonto oranı uygulanmıştır. Uygulanan iskonto oranını mevduat faizleriyle kıyaslandığında bir miktar düşük bulmakla birlikte tüm bu çekinceler saklı kalmak kaydıyla 5,00 TL pay başına halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.