



MLP SAĞLIK HİZMETLERİ A.Ş.
FİYAT TESPİT RAPORU

OCAK 2018

AKYatırım

[Handwritten Signature]
AKYATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

İÇİNDEKİLER

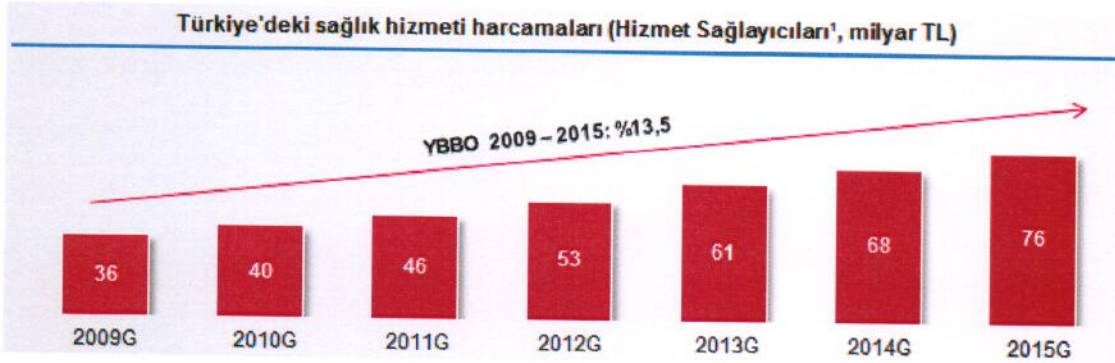
1. Türkiye Sağlık Sektörü.....	2
2. Şirket Hakkında Özet Bilgi.....	8
3. Değerleme Yöntemleri.....	20
4. Benzer Şirketler.....	21
5. Değerlemeye İlişkin Önemli Hususlar.....	24
6. Değerleme.....	23
7. Sonuç.....	28

1. TÜRKİYE SAĞLIK SEKTÖRÜ

İşbu Fiyat Tespit Raporu ("Rapor") kapsamında MLP Sağlık Hizmetleri A.Ş.'nin ("MLP Sağlık" ve/veya "Şirket") faaliyet gösterdiği piyasa ve pazara ilişkin veri ve/veya bilgiler TOBB Türkiye Sağlık Kurumları Meclisi'nin <https://www.tobb.org.tr/saglik/> adresinden ulaşılabilen Türkiye Sağlık Sektörüne Genel Bakış Raporu ve T.C. Sağlık Bakanlığı'ndan elde edilmiştir.

Genel Bakış

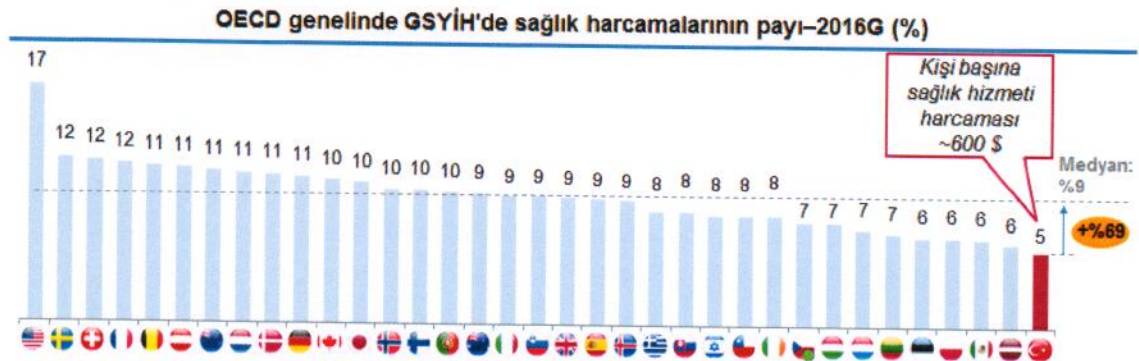
Türkiye'de sağlık hizmetlerine ilişkin yapılan harcamalar 2009 ve 2015 yılları arasında %13,5 YBBO ile büyüyerek, 2009 yılındaki 36 milyar TL seviyesinden, 2015 yılı itibarıyla, 76 milyar TL seviyesine ulaşmıştır.



(1) Hastaneleri, bakım tesislerini, evde bakımı, ayakta tedavi kuruluşlarını, kamu sağlığı programlarının sunulmasını ve idaresini, genel sağlık idaresini, sigorta ve yatırımları kapsamaktadır.

Sağlık hizmetlerine ilişkin arz ve talebin artmasıyla birlikte, Türkiye Sağlık Sektörü'ndeki büyümenin gelecek yıllarda da devam etmesi beklenmektedir. Talepteki artışın, yaşlanan nüfustan ve bunun getirdiği kronik ve/veya kompleks tedavili hastalıklardaki artıştan kaynaklanması öngörülmüşken, sağlık hizmetlerindeki arzın ise OECD göstergeleri uyarınca, önümüzdeki yıllarda hem yatak sayısı hem de sağlık personeli anlamında artmaya devam edeceği öngörülmektedir.

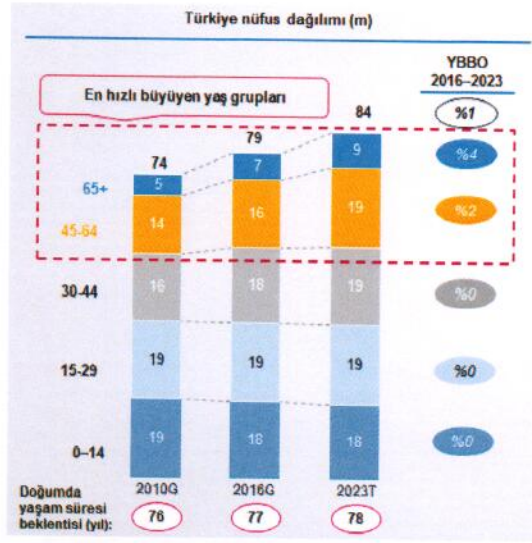
Aşağıdaki grafikte görüldüğü üzere, Türkiye'de sağlık harcamalarının GSYİH'ye oranı diğer OECD ülkelerine göre daha düşüktür.



OECD ortalamalarına göre daha düşük ortalamaların yanı sıra, yaşlanan nüfus, sık rastlanan sağlık sorunları, varlıklı hanehalkı sayısında artış ve sağlık hizmetleri arzında artış gibi unsurlar da sektörün önümüzdeki yıllardaki büyüme potansiyeli beklentisinin temellerini oluşturmaktadır.

Yaşlanan nüfus ile birlikte sağlık harcamalarında öngörülen artış

Türkiye nüfusu OECD ülkelerine kıyasla genç olmakla birlikte, önümüzdeki senelerde ileri yaş gruplarının genç yaş gruplarına göre daha hızlı büyümesi beklenmekte olup, bu durumun sağlık harcamalarını da arttıracığı öngörülmektedir. TOBB Sektör Raporu verileri, 2016 ile 2023 yılları arasında 65 yaş üstü ve 45-64 yaş aralığındaki ülke nüfusunun sırasıyla %3,8 ve %2,3'lük bir YBBO ile artacağını öngörmektedir. Aynı dönemde daha genç yaş gruplarındaki artışın ise %0,5'ten az olması beklenmektedir. Türkiye'de yaşlı nüfusun büyümesine bağlı olarak sağlık harcamalarında da artış öngörülmektedir.



Kaynak: TÜİK; TOBB Sektör Raporu

Sık rastlanan sağlık sorunlarında artış

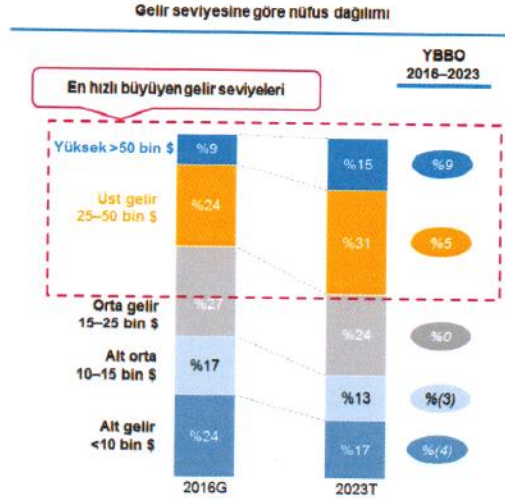
Yaşlanan nüfusun kronik rahatsızlıklarda artışa işaret etmesi sebebiyle sağlık hizmetlerine olan talebin de bu doğrultuda artması beklenmektedir. Sağlık hizmetlerine olan talepteki artış beklentisi, yalnızca risk faktörlerini azaltmaya yönelik önlemler ve temel tedavilerin iyileştirilmesinin dışında, kronik rahatsızlıkların tedavisine ilişkin daha özelliikli, entegre ve uzun süreli tedavi süreçlerini de kapsamaktadır. Uzun süreli kronik rahatsızlıklar, birçok farklı disiplini ilgilendirdiği için bu rahatsızlıkların iyi yönetilememesi Türkiye'deki sağlık sistemi açısından yüklü bir maliyete sebep olabilir.

Varlıklı hanehalkı sayısındaki artış

Türkiye'deki orta sınıf, büyüme eğiliminde olup, 2016-2023 yılları arasında, üst-kitle segmentinin (geliri 50.000 ABD Doları'nın üzerinde olan kesim) %9'luk bir YBBO ile orta-üst gelir segmentinin (geliri 25.000 ABD Doları ile 50.000 ABD Doları arasında olan kesim) ise %5'lik bir YBBO ile büyümesi beklenmektedir (TOBB Sektör Raporu). Varlıklı ve orta sınıf hanehalkındaki bu büyümenin özel sağlık kuruluşlarına olan talebi artırması beklenmektedir. Bu beklentiye temel teşkil eden hususlar aşağıda yer almaktadır:

- i. Hastaların sağlık harcamalarına ayırabileceği gelirin artması.
- ii. Hastaların daha kaliteli hizmet arayışına yönelmesi.

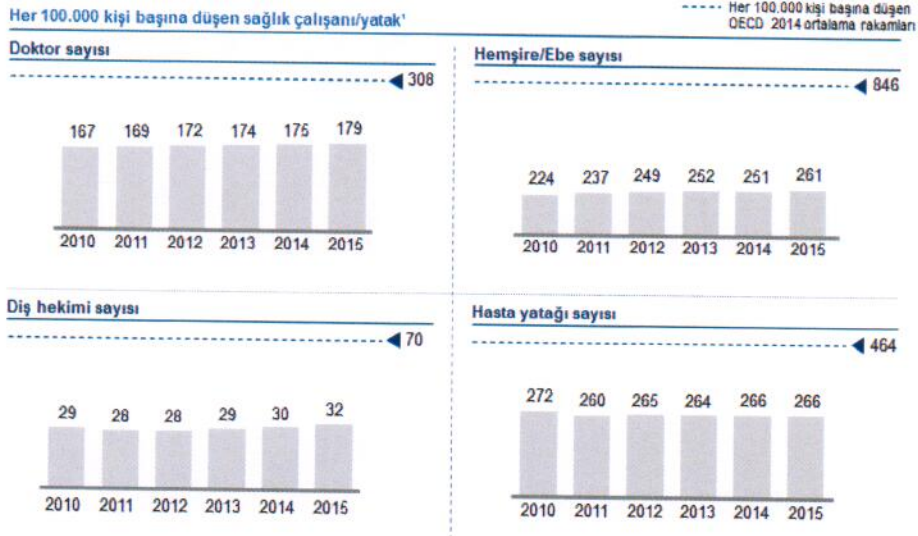
- iii. Özel sağlık sigortası kullanımına yönelik artan bilinç ve sigorta primlerini ödeme gücündeki artış.



Kaynak: TOBB Sektör Raporu

Sağlık hizmetleri arzında artış

Türkiye Sağlık Sektörü, OECD'nin benzer ülkelere kıyasla birçok temel gösterge açısından geridedir. Örneğin, TOBB Sektör Raporu verilerine göre, 2015 yılı itibarıyla, Türkiye'de her 100.000 kişiye 266 hastane yatağı ve 179 doktor düşerken, 2014 yılı için OECD ortalaması, 464 yatak ve 308 doktordur.



Kaynak: Sağlık Bakanlığı 2014-2017 Stratejik Planı, 2015 yılı Sağlık İstatistikleri, 2013 yılı Sağlık İstatistikleri, TÜİK nüfus projeksiyonu

Türkiye'deki özel sağlık sigortası sektörünün büyüme potansiyeli

Özel sağlık sigortasına sahip kişiler, Türkiye nüfusunun %5'ini, acil durum ve seyahat sigortası çıkarıldığında ise %3'ünü oluşturmaktadır. Bu oranın OECD'nin Türkiye'yle kıyaslanabilir ülkelerine göre düşük olması, büyüme potansiyeline işaret etmektedir.

Tamamlayıcı sağlık sigortası sistemi, SGK'lı hastaların, ilave ücret ve SGK tarafından karşılanmayan masrafları için belirli oranlarda tamamlayıcı ödeme yapan bir sigorta türüdür. Tamamlayıcı sağlık sigortaları kapsamlı özel sağlık sigortasından daha uygun maliyetli bir seçenek olarak, 2014 yılında piyasaya sunulmuştur. Tamamlayıcı sağlık sigortası primleri, 2016 yılı itibarıyla, ortalama olarak kapsamlı özel sağlık sigortası primlerinin yaklaşık üçte biri tutarındadır. Tamamlayıcı sağlık sigortası, sadece SGK ile anlaşması olan özel hastanelerde yapılacak sağlık harcamaları için geçerlidir. Ayrıca, hasta başına ayakta tedavi için yıllık üst sınır bulunmaktadır. Tamamlayıcı sağlık sigortası sayesinde SGK ile sözleşmesi olan özel sağlık kuruluşlarına talebin artması ve bu kuruluşların hastalardan elde ettikleri ilave ücretlerden kaynaklanan gelirlerini artırması beklenmektedir.

Tamamlayıcı sağlık sigortası, Türkiye'de en hızlı büyüyen sağlık sigortası türüdür. 2014 ile 2016 yılları arasında satılan kapsamlı özel sağlık sigortası poliçe satışları %5'lik bir YBBO ile büyürken aynı dönemde tamamlayıcı sağlık sigortasına ilişkin satılan poliçe sayısı %152'lik bir YBBO ile büyümüştür (Kaynak: Türkiye Sigorta, Reasürans ve Emeklilik Şirketleri Birliği).

T.C. Sağlık Bakanlığı, Türkiye'deki sağlık hizmetleri arzını artırmak için, söz konusu temel göstergelere ilişkin bazı hedef rakamlar belirlemiştir. Sağlık Bakanlığı'nın 2015 yılında yayınladığı, 2014-2017 Stratejik Planı çerçevesinde, Türkiye'de 100.000 kişiye düşen yatak ve doktor sayısının, sırasıyla, 320 ve 237'ye çıkması hedeflenmektedir. Türkiye'deki sağlık personeli sayısında öngörülen artışın da bu büyümeye yardımcı olacağı öngörülmektedir. TOBB Sektör Raporu'na göre, mevcut durum itibarıyla tıp fakültesi kayıt ve mezuniyet oranlarına bakıldığında, 2015 yılında 141.000 olan doktor sayısının %6'lık bir YBBO ile 2023 yılı itibarıyla 218.000'e ulaşması beklenmektedir. Hemşire ve ebe sayısının ise 2015 yılındaki yaklaşık 150.000 seviyesinden %8'lik bir YBBO ile 2023 yılında 268.000'e çıkması öngörülmektedir.

Sağlık Sistemine Genel Bakış

Önemli oyuncular

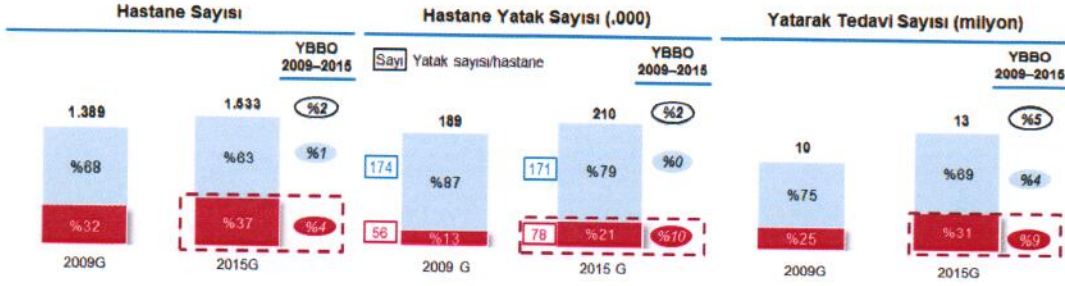
Türkiye sağlık sistemindeki önemli oyuncular aşağıdaki kategoriler altında incelenmektedir:

- Düzenleyici ve Denetleyici Kurumlar
 - ✓ Sağlık Bakanlığı tüm devlet hastanelerini ve özel hastaneleri denetlemekte ve sektördeki ruhsat sayısını kontrol etmektedir.
- Finansman Sağlayıcılar
 - ✓ SGK - Sağlık hizmetlerine ilişkin ödeme yapan tek devlet kurumu olan SGK, sağlık sektörünün en büyük finansman sağlayıcı kurumudur. SGK sistemine dahil devlet ve özel kuruluşlar SGK'nın gözetimi altındadır. SGK sistemi, zorunlu prim ödemeleri ile kendi kendini finanse eden bir mekanizmadır.
 - ✓ Özel sigorta şirketleri
 - ✓ Ödemesini kendi yapan hastalar
- Sağlık hizmeti sunan kuruluşlar
 - ✓ Sağlık Bakanlığı (Sağlık Bakanlığı'na bağlı devlet hastaneleri ile beraber)
 - ✓ Üniversite hastaneleri
 - ✓ Özel sağlık hizmeti sağlayıcıları

Türkiye'de sağlık hizmetleri, çeşitli devlet kuruluşları ve özel kuruluşlar tarafından sağlanmaktadır. Devlet kuruluşları arasında, Sağlık Bakanlığı'nca işletilen hastaneler ve üniversite hastaneleri yer almaktadır. Türkiye'deki sağlık kuruluşlarının çoğunluğunu devlet hastaneleri oluştursa da, geçtiğimiz

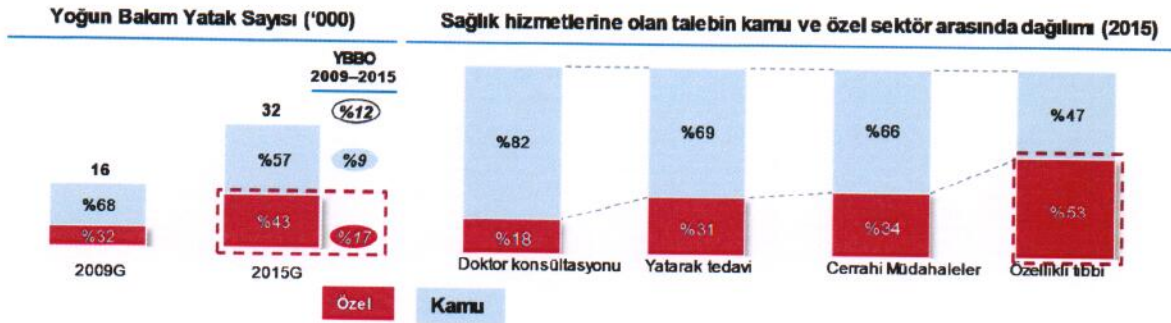
yıllarda özel kuruluşlar destekleyici düzenlemelerin de etkisiyle toplam hastane, yatak ve hasta sayısı açısından sektördeki paylarını önemli ölçüde artırmıştır.

Türkiye'de 562 adet özel hastane ve özel hastanelere ait yaklaşık 44.000 adet yatak bulunmakta olup bu sayılar 2015 yılı itibarıyla, toplam hastane ve yatak sayısının sırasıyla %37'sine ve %21'ine tekabül etmektedir. Bu husus, özel sağlık kuruluşlarını Türkiye Sağlık Sektörü içinde önemli bir oyuncu konumuna getirmektedir. Sağlık hizmetlerine olan talebin önemli bir kısmı özel sağlık hizmeti sağlayıcıları tarafından karşılanmaktadır. 2015 yılında, özel sağlık kuruluşlarında gerçekleştirilen ayakta tedavi sayısı yaklaşık 77 milyon ve ameliyat sayısı da yaklaşık 1,6 milyon olup bu sayılar, Türkiye'deki toplam tedavi ve ameliyat sayılarının sırasıyla, %18 ve %34'üne tekabül etmektedir.



Kaynak: Sağlık Bakanlığı, 2013 ve 2015 Sağlık İstatistikleri Yıllığı, TOBB Sektör Raporu

En gelişmiş teknolojileri kullanmaları ve sahip oldukları tıbbi personelin yüksek yetkinliği sayesinde, Türkiye'de 2015 yılında yapılan tüm ameliyatların %34'ü ve organ nakli gibi özellikli tıbbi işlemlerin de %53'ü özel sağlık kuruluşları tarafından gerçekleştirilmiştir. Özel sağlık kuruluşları ayrıca hizmet kalitesi ve verimliliğe yönelik yatırımlarıyla Türkiye'de sağlık hizmetleri sektöründeki kalite standartlarını yükseltmekte ve böylece sektörün gelişimine de katkıda bulunmaktadır.

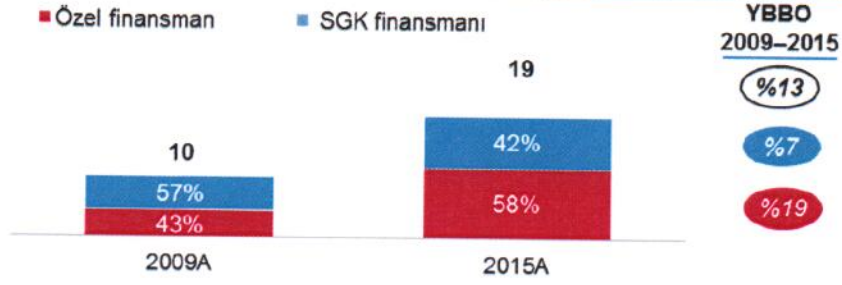


Kaynak: Sağlık Bakanlığı, 2013 ve 2015 Sağlık İstatistikleri Yıllığı, TOBB Sektör Raporu

Not 1: Kamu kuruluşları, Sağlık Bakanlığı hastanelerini ve üniversite hastanelerini kapsamaktadır.

Not 2: Ulaşılabilir verilerin sınırlılığı nedeniyle, organ nakli gibi A1 tipi ameliyatlara 2014 yılındaki verileri yansımaktadır.

2009 ile 2015 yılları arasında, özel sağlık kuruluşlarında yapılan sağlık harcamaları 9,5 milyar TL'den yaklaşık %13'lük bir YBBO ile büyüyerek 2015 yılında 19,3 milyar TL'ye ulaşmıştır. Aynı dönemde, sağlık sektöründeki kamu kaynaklarına dayalı olmayan özel kaynaklı harcamaların oranı da artmış ve 2009 yılında %43 olan bu oran, 2015 yılında %58'e ulaşmıştır. %19'luk bir YBBO'ya denk gelen bu artış, SUT fiyatlarındaki istikrarlı gelişme ve 2013 yılında hastaların ödeyeceği ilave ücretlerin sınırının %200'e çıkarılması sayesinde gerçekleşmiştir.

Özel sağlık kuruluşlarında yapılan toplam harcamaların finansman kaynağına göre kırılımı (milyar TL)

Kaynak: OECD sağlık sistemleri incelemeleri, Türkiye 2008, TÜİK, TOBB Sektör Raporu

2. ŞİRKET HAKKINDA ÖZET BİLGİ

MLP Sağlık, 30 Eylül 2017 itibarıyla, faaliyet gösterdiği 17 şehirdeki 29 hastanesi ve 5.330 yatak kapasitesi ile Türkiye'nin en yaygın hizmet ağına sahip, en büyük özel sağlık kuruluşudur (Kaynak: TOBB Sektör Raporu). Şirket'in hizmet verdiği hastanelerde, çoğu orta-üst sosyo-ekonomik segment sınıfında yer alan hastalar olmak üzere, yılda ortalama 2,4 milyon tekil kişi tedavi olmaktadır.

Hastanelerin Coğrafi Dağılımı



Şirket hastanelerinde, jinekoloji, kardiyoloji, onkoloji, ortopedi, yoğun bakım gibi dallar ile organ ve kemik iliği nakli gibi daha özellikli tıbbi işlemler de dâhil olmak üzere, her türlü sağlık hizmeti sunulmaktadır. 30 Eylül 2017 itibarıyla, Şirket ve bağlı ortaklıklarında 2.000'den fazla uzman doktor, 3.800'den fazla hemşire, 2.500'den fazla hasta destek personeli ve 6.000'den fazla diğer destek personeli olmak üzere toplam 16.000'den fazla kişi istihdam edilmektedir.

Şirket, sahip olduğu yatak kapasitesi açısından bakıldığında, 30 Eylül tarihinde sona eren dokuz aylık dönem itibarıyla %11 olarak öngörülen payı ile toplam özel hastaneler arasında en fazla yatak kapasitesine sahip kurumdur¹. 30 Eylül 2017 tarihinde sona eren dokuz aylık dönemde, Şirket'in hastanelerinde yatarak tedavi gören hasta sayısı, tüm özel hastanelerde yatarak tedavi gören hasta sayısının %15'ini oluşturmuştur.

Şirket, yıllar içinde hizmet verdiği hastane sayısını ve yatak kapasitesini; mevcut hastanelerindeki kapasite artışları, yeni hastane açılışları ve satın almalar ile artırarak, istikrarlı bir büyüme eğilimi göstermiştir. Şirket'in toplam gelirleri 2014 mali yılında 1.518,0 milyon TL iken, %19,3'lük bir YBBO ile 2016 mali yılında, 2.160,1 milyon TL'ye ulaşmıştır. Şirket'in Düzeltilmiş Faiz, Amortisman, Vergi, Kira Giderleri Öncesi Kar² ("FAVKÖK") tutarı 2014 mali yılında 299 milyon TL iken, %24,5'lik bir YBBO ile artarak 2016 mali yılında 463 milyon TL'ye ulaşmış; aynı dönemde Düzeltilmiş Faiz

¹ Kaynak: Sağlık Bakanlığı'nın açıkladığı 2015 yılına ait sektörün toplam yatak kapasitesi ve toplam özel hastaneler yatak kapasitesinin, 2013 ve 2015 yılları arasında gerçekleşen büyümelerinin, 2015 ve 2017 yılları arasında da aynı oranlarda büyüyeceği varsayılarak sektöre ilişkin toplam yatak sayısı hesaplanmıştır. 2013-15 yılları arasında, özel hastanelerin yatak kapasitesi ve sektördeki toplam yatak kapasitesi, sırasıyla, %7,2 ve %1,9 oranlarında artmıştır.

² Düzeltilmiş FAVKÖK: İlgili mali dönemin FAVKÖK'ünden yine ilgili mali döneme ait nakit çıkışı gerektirmeyen Türkiye Finansal Raporlama Standartları ("TFRS") düzeltmelerinin ve bir defaya mahsus gelir / (gider), net tutarların düşülmesi ile hesaplanan FAVKÖK

Amortisman Vergi Öncesi Kar³ ("FAVÖK") tutarı ise 210 milyon TL iken %22,0'lik bir YBBO ile 312 milyon TL'ye ulaşmıştır. 30 Eylül 2017 tarihinde sona eren dokuz aylık dönemde, Şirket'in toplam gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine oranla %19,4 artış göstererek 1.873,4 milyon TL, Düzeltilmiş FAVÖK tutarı ise bir önceki yılın aynı dönemine oranla %26,9 artış göstererek 282 milyon TL'ye ulaşmıştır.

Şirket'in 2014 sene sonu itibarıyla, 3.380 olan yatak sayısı %16,4'lük bir YBBO ile 30 Eylül 2017 itibarıyla, 5.330'a ulaşmıştır. Ayrıca, Şirket'in özel hastaneler içindeki yatak sayısının tahmini payı 2010 yılında %7 iken, 2017 yılında %11'e yükselmiştir. Tüm sağlık sektörü içindeki yatak sayısının tahmini payı ise, 2010 yılında %1 iken, 2017 yılında %2'ye yükselmiştir.

Şirket'in Faaliyetleri Hakkında Genel Bilgi

MLP Sağlık'ın faaliyetleri 3 ana kolda sınıflandırılmaktadır:

- 1- Hastane Hizmetleri
- 2- Yönetim Hizmeti Sunulan Hastaneler
- 3- Diğer Yan İş Kolları

Hastane Hizmetleri

Şirket, hastane hizmetlerini Medical Park, VM Medical Park ve Liv konseptleri altında yürütmekte olup, bu konseptler kapsamında uygulanan farklı fiyatlandırmalar ile farklı segmentlerdeki hasta kitlelerine ulaşabilmektedir. Medical Park konseptinin hedefi ağırlıklı olarak üst segment (uppermass) iken, VM Medical Park'ın hedefi kitlesel premium (mass premium) segment, Liv'in hedefi ise premium segmenttir. Bununla birlikte, tıbbi kalite ve standart her üç konseptte de aynı düzeyde olup, konseptler arasında hasta başına düşen personel, konfor, konaklama ve ağırlama hizmetleri açısından farklı düzeylerde hizmet sunulmakta olup, konseptler arası fiyatlandırma söz konusu hizmet düzeyine göre farklılaşmaktadır. Şirket'in finansal tablolarına konsolide edilen 27 adet hastanesi bulunmaktadır.

Yönetim Hizmeti Sunulan Hastaneler

Şirket, sahibi olduğu 27 hastaneye ek olarak, İstanbul Aydın Üniversitesi Hastanesi ve İstinye Üniversitesi Hastanesi olmak üzere iki özel tıp fakültesinin hastanelerini de yönetim danışmanlığı sözleşmeleri kapsamında işletmektedir. Söz konusu hastaneler üniversitelere ait olup, Şirket'in markaları ve konseptleri altında işletildikleri için Şirket portföyü içinde yer almaktadır. Şirket bu hastanelere sahip olmasa da hastanelerin yıllık gelir ve kârlarından pay aldığı uzun süreli yönetim danışmanlığı sözleşmeleri kapsamında, hastanelerin işleyişinden ve işletilmesinden sorumludur.

Diğer Yan İş Kolları

Şirket, hastane faaliyetlerine ek olarak yardımcı nitelikte dört iş kolunda faaliyet göstermektedir. 30 Eylül 2017 tarihinde sona eren dokuz aylık dönemde, söz konusu yan iş kollarından elde edilen gelirler, toplam gelirlerin %7'sini oluşturmuştur.

- **Laboratuvar Hizmetleri** - Laboratuvar hizmetleri, hastalıkların teşhisi, tedavisi ve önlenmesi amacıyla kullanılmak üzere, hastanın sağlık durumuna ilişkin bilgi edinmek için klinik örnekler üzerinde yapılan testleri içermektedir. Şirket'in bağlı ortaklığı Kuzey Medikal, laboratuvar planlama, kurulumu, cihaz kurulumu ve satın alımı ile bakım hizmetleri dâhil olmak üzere, Şirket bünyesindeki 26 hastaneye, İstanbul'daki 14 devlet hastanesine ve Irak'ın Basra ve Diyalah şehirlerinde yer alan dört adet devlet hastanesine hizmet vermektedir.

³ Düzeltilmiş FAVÖK: İlgili mali dönemin FAVÖK'ünden yine ilgili mali döneme ait nakit etkisi olmayan TFRS düzeltmelerinin ve bir defaya mahsus gelir / (gider), net tutarların düşülmesi ile hesaplanan FAVÖK

- **Görüntüleme Hizmetleri** - Şirket hastanelerinde, görüntüleme teknolojilerine ihtiyaç duyulan tıbbi işlemler için, röntgen radyografisi, ultrason, bilgisayarlı tomografi (CT), manyetik rezonans görüntüleme (MRI), kemik dansitometrisi ve girişimsel radyografi gibi farklı görüntüleme teknikleri sunulmaktadır. Şirket, görüntüleme hizmetlerinde kullandığı cihazları yüksek kaliteli cihaz üreticilerinden tedarik etmekte ve söz konusu cihazları dijital platformlarına entegre etmektedir.
- **Catering Hizmetleri** - Şirket'in bağlı kuruluşu Sotte Temizlik Yemek Medikal Turizm İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Sotte"), dokuz şehirde Şirket'in portföyünde yer alan 15 hastaneye catering hizmeti sunmaktadır.
- **Sigorta Aracılığı** - Şirket'in, Allied Sigorta Aracılık Hizmetleri A.Ş. ("Allied Sigorta") ve BTN Sigorta Aracılık Hizmetleri A.Ş. ("BTN Sigorta") unvanlı, sigorta aracılığı yürüten iki bağlı ortaklığı bulunmaktadır.
 - ✓ BTN Sigorta; Ergo Sigorta A.Ş., Axa Sigorta A.Ş., Ray Sigorta A.Ş. ve Güneş Sigorta A.Ş. gibi sigorta şirketlerinin yetkili acenteliğini yürütmektedir ve tıbbi cihazlar da dâhil olmak üzere, Şirket'in sahibi olduğu ve kullandığı cihazlar, hatalı tedavi ve doktor ve yönetici sorumluluklarına dair sigorta poliçelerinin sağlanmasına ilişkin aracılık hizmetleri vermektedir.
 - ✓ Allied Sigorta, Allianz Sigorta A.Ş.'nin münhasır acentesi olup, Birleşik Arap Emirlikleri, Bahreyn ve Lübnan gibi ülkeler başta olmak üzere, sağlık turizmine yönelik poliçelerin düzenlenmesine ilişkin sigorta aracılığı hizmetleri sunmaktadır. Allied Sigorta, Allianz Sigorta A.Ş.'nin sağlık sigortası poliçelerini uluslararası sigorta acentelerine, yabancı devletlere ve özel kuruluşlara tanıtmakta ve pazarlamaktadır.

Şirket'in Gelirleri Hakkında Genel Bilgi

Şirket'in gelirleri:

- (i) devlet tarafından (SGK tarafından) karşılanan sağlık sigortalarına ilişkin ödemeler;
- (ii) katkı payı ödemeleri dahil olmak üzere ödemesini kendi yapan hastalar;
- (iii) özel sağlık sigortası şirketleri ve sözleşmeli kuruluşlardan gelen ödemeler;
- (iv) sağlık turizmi gelirleri; ve
- (v) diğer yan iş kollarından oluşmaktadır.

Aşağıdaki tabloda, ilgili dönemler itibarıyla toplam gelirlerin dağılımı yer almaktadır:

	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 (%)					
<i>Devlet (SGK)</i>	<i>44</i>	<i>41</i>	<i>39</i>	<i>40</i>	<i>36</i>

	31 Aralık'ta sona eren yıllık dönem			30 Eylül'de sona eren dokuz aylık dönem	
	2014	2015	2016	2016	2017
<i>Ödemesini kendi yapan hastalar/katkı payları</i>	27	31	34	34	33
<i>Özel sağlık sigortası şirketleri ve sözleşmeli kuruluşlar</i>	10	12	16	16	17
<i>Sağlık turizmi</i>	15	11	5	5	7
<i>Diğer yan iş kolları</i>	4	4	6	6	7

SGK

Devlet, SGK kapsamındaki hastalara sunulan sağlık hizmetlerinin türüne göre farklı oranlarda değişiklik göstermek üzere, sunulan sağlık hizmetlerine ilişkin ödemelerin belli bir bölümünü karşılamaktadır. TOBB Sektör Raporu'na göre, ülke nüfusun yaklaşık %98'ini oluşturan 79,8 milyon kişi SGK'nın genel sağlık sigortası kapsamındadır. SGK sağlık sektöründe düzenleyici bir kurum olmayıp, sunduğu geri ödeme planı kapsamında sigorta/ödeme yapan kurum konumundadır. SGK'nın sunduğu sigorta hizmetlerinden yararlanan hastalara hizmet sunmak isteyen özel sağlık kuruluşlarının SGK ile sözleşme akdetmeleri gerekmektedir. SGK, hem devlet hastaneleri, hem de özel hastaneler için SUT kapsamında belirlenen işlem başı fiyat tarifesini uygulamaktadır. Üniversite hastanelerinde ise, SUT kapsamında belirlenen fiyat tarifesinden daha yüksek bir fiyat tarifesi uygulanmaktadır.

SGK kapsamındaki hastaların, hem devlet hastanelerini hem de SGK ile sözleşmesi bulunan özel hastaneleri kullanma imkânı bulunmaktadır. Türkiye'de bir sevk sistemi bulunmadığından, hastalar arzu ettikleri sağlık kuruluşunu seçmekte serbesttir. Şirket ve bağlı ortaklıkları SGK ile tüm hastaneleri için sözleşme akdetmiştir. Şirket ve bağlı ortaklıkları bünyesindeki 28 hastanede, tüm branşlarda SGK Sözleşmeleri kapsamında hizmet verilirken, İstanbul Ulus Hastanesi sadece sözleşmede belirtilen bazı branşlarda SGK Sözleşmesi kapsamında hizmet vermektedir. Genel sağlık sigortası nüfusun %98'inden fazlasını kapsadığı için, Şirket hastaneleri SGK ile olan sözleşmeleri kapsamında, kitle segmentini ülke çapında daha etkin bir şekilde hedef alabilmektedir. 2014 ve 30 Eylül 2017 itibarıyla sona eren dokuz aylık dönem arasında, Şirket'in diğer ödeme kaynaklarından elde ettiği gelirdeki büyüme SGK kaynaklı gelirlerden daha hızlı arttığı için, SGK'dan elde edilen gelirlerin Şirket toplam gelirleri içindeki payı yıllar içinde gerilemiştir. 30 Eylül 2017 tarihinde sona eren dokuz aylık dönemde, SGK'nın konsolide gelirler içindeki payı, %36 seviyesinde olmuştur.

Ödemesini Kendi Yapan Hastalar

Ödemesini kendi yapan hastalardan elde edilen gelirler, özel sağlık sigortası ve genel sağlık sigortası kapsamında yapılan katkı payı ödemeleri ile özel sağlık sigortası veya SGK tarafından karşılanmayan elektif tedaviler için hastanın kendisi tarafından yapılan ödemeleri kapsamaktadır. Katkı payı ödemeleri, özellikle elektif tedaviler olmak üzere özel sağlık sigortaları ve genel sağlık sigortası kapsamındaki tedaviler için uygulanmaktadır. 30 Eylül 2017 tarihinde sona eren dokuz aylık dönemde, ödemesini kendi yapan hastalardan elde edilen gelirler, Şirket'in toplam gelirlerinin %33'ünü oluşturmuştur.

Özel Sağlık Sigortası Şirketleri ve Sözleşmeli Kuruluşlar

Şirket, özel sağlık sigortası şirketleriyle özel sağlık sigortası ve tamamlayıcı sağlık sigortası kapsamında çalışmaktadır. Özel sağlık sigortası, yatarak ve ayakta tedavi hizmetleri için değişen teminat oranlarıyla ve değişken hastane seçenekleri sunan olağan bir sigorta ürünüdür. Tamamlayıcı sağlık sigortası ise, hastanın genel sağlık sigortası teminatı ile birlikte işlemekte ve SGK tarafından yapılan ödemeye ek olarak hastanın ödeyeceği katkı payını karşılayan bir sigorta ürünüdür.

Şirket'in önde gelen çoğu sigorta şirketiyle sözleşmesi bulunmakta olup en yoğun olarak Allianz, Mapfre, Anadolu ve Axa Sigorta ile çalışılmaktadır.

Bunlara ek olarak, çalışanlarına sağlık hizmeti sunumuna ilişkin olarak şirketlerle (ör. Koç Holding), bankalarla ve özel kuruluşlarla (hep birlikte "sözleşmeli kuruluşlar" olarak anılmaktadır) yapılmış sözleşmeler bulunmaktadır. Sigorta şirketleriyle ve sözleşmeli kuruluşlarla uzun süreli sözleşmeler yapılabildiği gibi, çalışanların düzenli sağlık taramalarında olduğu üzere, belli işlemlere yönelik kısa süreli sözleşmeler de yapılabilmektedir. Özel sağlık sigortası şirketleri ve sözleşmeli kuruluşlar, Şirket'in gelir kaynakları arasında en hızlı büyüyen grup olup, Şirket'in söz konusu gelir kaynağından elde ettiği gelirler 2014 – 2016 mali yılları arasında %52'lik YBBO ile artış göstermiştir. 30 Eylül 2017 tarihinde sona eren dokuz aylık dönemde, özel sağlık sigortası şirketleri ve sözleşmeli kuruluşlardan elde edilen gelirler, Şirket'in toplam gelirlerinin %17'sini oluşturmuştur.

Sağlık Turizmi

Sağlık turizmi gelirleri, Şirket hastanelerinde tıbbi tedavi görmek için Türkiye'ye gelen yabancı hastaların yaptığı ödemelerden oluşmaktadır. Söz konusu hastalar Avrupa, Orta Doğu/Afrika ve Rusya/Ukrayna'dan hemen hemen eşit oranlarda gelmekte olup, bunları Azerbaycan, Balkanlar, Irak, Romanya/Moldovya ve Türkmenistan izlemektedir. 30 Eylül 2017 tarihinde sona eren dokuz aylık dönemde, sağlık turizminin toplam gelirler içindeki payı %7 oranında gerçekleşmiştir.

Ayakta ve yatarak tedavi gören hastalara ilişkin bilgiler

Şirket'in hastanelerden elde ettiği gelirler ağırlıklı olarak yatarak tedavi gören hastalardan elde edilmiş olup, 30 Eylül 2017 tarihinde sona eren dokuz aylık dönem itibarıyla, yatarak tedavi gören hastaların toplam gelir içerisindeki payı %61'dir.

Aşağıdaki tabloda, sağlık turizminden elde edilen gelirler hariç olmak üzere, ayakta ve yatarak tedavi gören hastalardan elde edilen gelirlere ilişkin bilgilere yer verilmektedir:

	31 Aralık'ta sona eren yıllık dönem						30 Eylül'de sona eren dokuz aylık dönem			
	2014		2015		2016		2016		2017	
	Hasılat (Bin TL)	Toplam Hasılat Oran (%)	Hasılat (Bin TL)	Toplam Hasılat Oran (%)	Hasılat (Bin TL)	Toplam Hasılat Oran (%)	Hasılat (Bin TL)	Toplam Hasılat Oran (%)	Hasılat (Bin TL)	Toplam Hasılat 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

Aşağıdaki tabloda, Şirket'in özet operasyonel ve finansal verilerine yer verilmektedir:

	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 (%)
Hastane sayısı*	25	26	27	3,9	26	29	11,5
Yatak sayısı	3.380	4.054	4.622	16,9	4.272	5.330	24,8
Hasılat (bin TL)	1.518.025	1.843.387	2.160.072	19,3	1.569.256	1.873.356	19,4
Raporlanan FAVÖK (bin TL) ¹	195.857	234.713	354.098	34,5	231.662	271.799	17,3
Düzeltilmiş FAVÖK (bin TL) ²	209.783	237.677	312.397	22,0	222.456	282.294	26,9
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı (%)	13,8	12,9	14,5	-	14,2	15,1	

*Hastane sayıları mali yıl sonu itibarıyla verilmiştir.

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

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

ŞİRKET'İN BÜYÜMEYİ DESTEKLEMESİ BEKLENEN ÖNEMLİ UNSURLAR

Türkiye Sağlık Sektörünün büyüme potansiyeli

- Sektörün büyümesini destekleyen unsurlar - Türkiye Sağlık Sektörü, geçtiğimiz yıllarda düzenli bir şekilde büyümüş olup, 2009 yılında 36 milyar TL olan sağlık harcamaları, 2015 yılında %13,5'lik bir YBBO ile 76 milyar TL'ye ulaşmıştır. Bununla birlikte, daha gelişmiş ekonomilere ve OECD bünyesindeki benzer ülkelere kıyasla, Türkiye'de sağlık harcamaları GSYİH'e oranla hala düşük seviyededir.
- Sağlık harcamalarının artmasını destekleyen demografik özellikler - Türkiye genç bir nüfusa sahip olmakla birlikte, önümüzdeki senelerde ileri yaş gruplarının genç gruplarına göre daha hızlı büyümesi beklenmektedir. Bu da, sağlık harcamalarını arttıracak bir unsurdur. TOBB Sektör Raporu'nda yer alan verilere göre, 2016 ile 2023 yılları arasında, 65 yaşın üstündeki ve 45-64 yaş aralığındaki ülke nüfusunun, %3,8 ve %2,3'lük bir YBBO ile artacağı öngörülmektedir. Aynı dönemde, daha genç yaş gruplarındaki artışın ise %0,4 veya daha az olması beklenmektedir. Yaşlanan bir nüfus aynı zamanda kronik rahatsızlıklarda da artış demek olduğundan, sağlık hizmetlerine olan talebi de arttırması beklenmektedir. Bunlara ek olarak, önümüzdeki yıllarda kişi başına düşen gelir düzeyinin artması beklenmektedir. TOBB Sektör Raporu'na göre, 2016 ile 2023 yılları arasında, Türkiye'de yıllık kazancı 50.000 ABD Doları'nı geçen yüksek gelir düzeyine sahip kesimin %9,2'lik bir YBBO ile büyümesi beklenirken, yıllık kazancı 25.000 ila 50.000 ABD Doları arasında olan üst-orta gelir düzeyine sahip kesimin ise %5,1'lik bir YBBO ile büyümesi beklenmektedir. Refah seviyesindeki artış, hastaları daha kaliteli hizmet arayışına yönlendirecektir ve nüfusun yaşlanması ve refah düzeyindeki artış özel sağlık sektöründe büyüme için destekleyici etkenler olacaktır.
- Destekleyici devlet politikaları - Geçtiğimiz yıllarda görülen destekleyici devlet politikaları, Türkiye'deki özel hastane gruplarının büyümesini kolaylaştırmıştır. SGK tarafından sağlanan genel sağlık sigortası ile Türkiye nüfusunun %98'ine ücretsiz olarak temel sağlık hizmetleri sunulmaktadır. Türkiye'de sevk sistemi bulunmadığından, mevcut sistem, hasta tercihleri üzerinden işlemektedir. Özel hastaneler, SGK sigortası kapsamındaki hastalara hizmet sunmak için SGK ile sözleşme imzalayabilirler. SGK sigortası kapsamında tedavi olacak hastalar, devlet hastanelerinden veya SGK ile sözleşmesi olan özel hastanelerden hizmet alabilirler. SGK, tüm hastanelere tek bir ücret tarifesi (SUT) üzerinden işlem başına ödeme yapmaktadır. Bununla birlikte, özel hastaneler, SGK tarafından ödenen SUT katkısının %200'ünü geçmeyecek tutarda bir ek katkı payını hastadan tahsil edebilmektedir. SGK ile sözleşme imzalamış olan özel hastanelerdeki hasta katkı payları, tamamlayıcı sağlık sigortası ile de karşılanabilir. Söz konusu sigorta, kapsamlı özel sağlık sigortasına göre daha ucuz bir alternatif olarak 2014 yılında piyasaya sürülmüş ve özel hastanelerden daha fazla sayıda hastanın faydalanabilmesini sağlamıştır. Tamamlayıcı sağlık sigortası, satılan poliçe adedine göre, Türkiye sağlık sektörünün en hızlı büyüyen kesimidir. TOBB Sektör Raporu'nda yer alan verilere göre, 2014 ve 2016 yılları arasında söz konusu sigorta kapsamında satılan sigorta poliçe sayısı %152'lik YBBO ile artış göstermiştir.

Türkiye özel sağlık sektörünün açık ara en büyük oyuncusu

Şirket, Türkiye'deki en çok branşta hizmet veren hastane grubu olmasının yanı sıra, coğrafi olarak ülkeyi kapsayan bir ağa sahip tek özel sağlık kuruluşudur. Ayrıca, Şirket hastanelerinin yarısından

fazlası nüfusu iki milyonun üzerindeki şehirlerde bulunmaktadır ve bulunduğu şehirlerdeki yatak sayısı, faaliyet gösterdiği birçok şehirde en yakın rakibinin yatak sayısından fazladır.

Hastane Zincirleri (10 Hastane veya daha fazlasına sahip)	Hastane Sayısı	Yatak Sayısı
MLPCARE	29	5.330
ACIBADEM	16	2.271
MEMORIAL	10	1.476
MEDICANA	10	1.380
Türkiye Özel Sektör Toplamı	562	43.645
Türkiye Kamu Toplamı	~970	~166.000

Kaynak: TOBB Sektör Raporu

Şirket, faaliyet gösterdiği 17 ildeki, 29 hastanesi, 5.330 adet yatak kapasiteyle, Türkiye özel sağlık sektörünün en büyük ve en yaygın hizmet ağına sahip kuruluşudur. Şirket, 29 hastanesiyle, kendisinin ardından özel sağlık sektöründe en fazla hastaneye sahip iki özel sağlık kuruluşunun toplamından daha fazla hastane ile faaliyetlerini yürütmektedir. Şirket'in 5.330'a ulaşan yatak sayısı, en yakın rakibi olan özel sağlık kuruluşunun yatak sayısının iki katından fazla olup, Şirket'ten sonra en büyük üç özel sağlık kuruluşunun toplam yatak sayısını da geçmektedir.

Şirket'in yatak kapasitesinin yaklaşık %40'ı İstanbul'da yer almaktadır. Şirket'in yatak kapasitesi 2017 itibarıyla, yurt içindeki toplam özel hastane yatak kapasitesinin yaklaşık %11'ine tekabül etmektedir. 2017 yılı itibarıyla, Şirket'in hastanelerinde yatarak tedavi gören hasta sayısı, tüm özel hastanelerde yatarak tedavi gören hasta sayısının %15'ini oluşturmaktadır.

Lokasyon (nüfusa göre sıralı) ¹	MLPCARE		ACIBADEM		MEMORIAL		MEDICANA		Nüfus ¹ milyon
	Hastane	Yatak	Hastane	Yatak	Hastane	Yatak	Hastane	Yatak	
İstanbul	9	2.132	9	1.513	3	492	6	577	> 5 milyon
Ankara	2	348	1	103	1	220	1	146	2 - 5 milyon
İzmir	1	244	-	-	-	-	-	-	2 - 5 milyon
Bursa	1	214	1	174	-	-	-	-	2 - 5 milyon
Mersin (Tarsus)	1	133	-	-	-	-	-	-	2 - 5 milyon
Antalya	1	228	-	-	3	339	-	-	2 - 5 milyon
Adana	-	-	1	105	-	-	-	-	2 - 5 milyon
Konya	-	-	-	-	-	-	1	201	2 - 5 milyon
Gaziantep	1	243	-	-	-	-	-	-	1 - 2 milyon
Kocaeli	2	300	1	61	-	-	-	-	1 - 2 milyon
Diyarbakır	-	-	-	-	2	280	-	-	1 - 2 milyon
Kayseri	-	-	1	104	1	120	-	-	1 - 2 milyon
Samsun	2	347	-	-	-	-	1	285	1 - 2 milyon
Bodrum (Muğla)	-	-	1	104	-	-	-	-	1 - 2 milyon
Eskişehir	-	-	1	107	-	-	-	-	1 - 2 milyon
Trabzon	2	238	-	-	-	-	-	-	1 - 2 milyon
Ordu	1	168	-	-	-	-	-	-	1 - 2 milyon
Sivas	-	-	-	-	-	-	1	171	1 - 2 milyon
Tokat	1	100	-	-	-	-	-	-	1 - 2 milyon
Ereğli (Zonguldak)	1	113	-	-	-	-	-	-	1 - 2 milyon
Elazığ	1	206	-	-	-	-	-	-	1 - 2 milyon
Batman	1	110	-	-	-	-	-	-	1 - 2 milyon
Çanakkale	1	75	-	-	-	-	-	-	1 - 2 milyon
Uşak	1	131	-	-	-	-	-	-	1 - 2 milyon
Total	29	5.330	16	2.271	10	1.451	10	1.380	< 1 milyon

Kaynak: TOBB Sektör Raporu, kamuya açıklanmış şirket internet sitelerinde yer alan bilgiler, TÜİK (2016 nüfus verilerine göre)

AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

Yüksek marka bilinirliği ve farklı segmentlerden hastalara hizmet verebilmesine imkan sağlayan iş modeli

Şirket, faaliyet gösterdiği sektörde, iyi tanınmış bir markaya ve güçlü bir imaja sahiptir. Ekim 2017'de, Şirket adına DORinsight Awareness and Research Report tarafından yapılan anket sonuçlarına göre katılanların %90'ı, cevap vermeye teşvik edildiğinde "Medical Park" markasına aşina olduğunu belirtirken, %37'si ise kendiliğinden ve hiçbir teşvik söz konusu olmaksızın markayı bildiğini, katılanların %18'i ise aklına gelen ilk hastane markası olduğunu belirtmiştir.

Şirket hastaneleri faaliyetlerini Medical Park, VM Medical Park ve Liv konseptleri altında yürütmekte olup, bu konseptler kapsamında uygulanan farklı fiyatlandırmalar ile farklı hasta kitlelerine ulaşabilmektedir. Medical Park konseptinin hedefi ağırlıklı olarak üst segment (uppermass) iken, VM Medical Park'ın hedefi kitlesel premium (mass premium) segment, Liv'in hedefi ise premium segmenttir. Bununla birlikte, tıbbi kalite ve standart her üç konseptte de aynı düzeyde olup, konseptler arasında hasta başına düşen personel, konfor ve ağırlama hizmetleri açısından farklı düzeylerde hizmet sunulmakta olup ve fiyatlarını söz konusu hizmet düzeyine göre farklılaştırmaktadır.

Şirket'in üç konseptli stratejisi, farklı ödeme gücüne sahip hastaları kapsayan dengeli bir portföyün oluşmasını sağlamıştır. Şirket, SGK ile olan anlaşması sayesinde, SGK kapsamında olan hastalara sunulan hizmetler sayesinde Türkiye nüfusunun çoğunluğuna ulaşma imkânını bulmaktadır. Tamamlayıcı sağlık sigortasının piyasaya sunulmasının ardından, Şirket geliri içindeki özel sağlık sigortası/sözleşmeli kuruluşlar gelirlerinin payı ve büyüme hızı diğer gelir kaynaklarına kıyasla (30 Eylül 2017 tarihinde sona eren dokuz aylık dönemde gelirlerin %17'sini oluşturmaktadır) daha hızlı artmıştır.

Liv konseptiyle premium segmentte ve VM Medical Park ile kitlesel premium segmentte yer alan hastalara hizmet sunulması ve SGK ya da özel sağlık sigortaları tarafından karşılanmayan elektif ameliyat ve tedavi sayısının artması ile birlikte ödemesini kendi yapan hastalardan elde edilen gelirlerde de (30 Eylül 2017 tarihinde sona eren dokuz aylık dönemde gelirlerin %33'ünü oluşturmaktadır) artış yaşanmıştır. Bunlara ek olarak, 30 Eylül 2017 tarihinde sona eren dokuz aylık dönemde gelirin %7'sini oluşturan sağlık turizmi hizmetlerinde, bir önceki yılın aynı dönemine oranla %54'lük artış yaşanmıştır.

Klinik başarı ve dünya standartlarında hizmet sunumu

Şirket hastanelerinin gelişmiş bir altyapıya ve son teknolojiye sahip olması, dünya çapında tanınan operasyonel ve cerrahi başarıları (üç adet JCI akreditasyonuna sahip hastane ve üç adet SRC Centers of Excellence ödülü), üniversite hastaneleriyle olan yakın akademik işbirliği, çok çeşitli branşları içeren, tam teşekküllü hizmet yelpazesi içinde, her bir uzmanlık dalında yüksek kalitede hizmet sunmaktadır. Bu sayede Şirket hastanelerinde çok sayıda özellikli tıbbi vaka görme fırsatından faydalanmak isteyen başarılı uzman doktorlar için cazip fırsatlar sunulmaktadır. Doktor istihdamı konusunda son derece yoğun bir rekabetin yaşandığı sektörde, Şirket ve bağlı ortaklıkları bünyesindeki hastanelerde görev alan doktor sayısının 2015 yılında 1.708'den, 30 Eylül 2017 itibarıyla, %11'lik YBBO ile artarak 2.035'e ulaştığı görülmektedir.

Şirket, klinik başarıları ve itibarı sayesinde, sektördeki pazar payını da istikrarlı bir şekilde artırmıştır. Yönetimin hesaplamalarına göre, Şirket, 30 Eylül 2017 itibarıyla, toplam özel hastane yatak kapasitesinin %11'ine, kamu dâhil sektördeki toplam yatak kapasitesinin ise %2'sine sahiptir. 30 Eylül 2017 tarihinde sona eren dokuz aylık dönemde, Şirket'in toplam yatarak tedavi gören hastalardaki

tahmini pazar payı (özel hastanelerdeki yatarak tedavi hizmetlerinin %15'i ve toplam sektörün ise %4'üdür) yatak sayısı bazındaki pazar payından daha yüksek olup, bu durum Şirket'in özel sektördeki rakipleriyle karşılaştırıldığında, verimliliğinin ve yatak başına kullanım oranının yüksek olduğunu göstermektedir. Bunlara ek olarak, Şirket'in özel hastane yatak kapasitesindeki payı %11 olmakla birlikte, 30 Eylül 2017 tarihinde sona eren dokuz aylık dönemde en zor tıbbi müdahaleler olarak tanımlanan "A tipi" ameliyatların %14'ü Şirket'in hastanelerinde gerçekleştirilmiştir (Kaynak: Sağlık Bakanlığı ve Şirket hesaplamaları). Bu ameliyatlar, özel sektörde gerçekleşen kemik iliği nakillerinin %48'ini, kemoterapi tedavilerinin %36'sını, organ nakillerinin % 24'ünü ve radyoterapi tedavilerinin %19'unu kapsamaktadır.

Güçlü operasyonel ve mali yapı

Şirket'in geçmiş faaliyet sonuçlarının, gelir ve FAVÖK bazında, güçlü ve düzenli bir büyüme sergilediği görülmektedir. 2014 ve 2016 mali yılları arasında, Şirket'in gelirleri, Düzeltilmiş FAVKÖK ve Düzeltilmiş FAVÖK değerleri sırasıyla, %19,3, %24,5 ve %22,0 YBBO ile artış göstermiştir. Söz konusu büyüme oranları, hasta sayısı ve fiyatlardaki dengeli artışlar ile sağlanmıştır.

Şirket'in yeni yatırımlar ve satın alma yolu ile bünyesine dahil ettiği hastanelere bakıldığında, faaliyet sonuçları açısından her iki kategoride de hızlı ve başarılı büyüme oranları görülmektedir. Yeni yapılan ve devralınan hastanelerin, başlangıçtaki negatif FAVÖK katkılarının, ilerleyen dönemlerde elde edilen pozitif FAVÖK katkıları ile dengelenmesi sonucu, genelde açılışlarından itibaren 12 ile 18 ay içinde FAVÖK katkıları başa baş seviyesine gelmektedir.

Elverişli büyüme ortamı

Şirket'in geçmiş faaliyet sonuçlarına bakıldığında, yeni yatırımlar ve satın almalar yoluyla büyümesini başarılı bir şekilde sürdürdüğü görülmektedir. 2014 ve 2017 mali yılları arasında, Şirket portföyüne 2.695 yeni yatak ve 13 yeni hastane eklenmiştir. Bu hastanelerin altısı satın alma yoluyla, beşi yeni yatırım ve ikisi de yönetim hizmeti verilen üniversite hastaneleri olarak Şirket'in portföyüne katılmıştır. Ayrıca, 2018 ve 2019 yılları içerisinde, toplamda 1.000 ilave yatak kapasitesine sahip dört yeni hastanenin açılması planlanmaktadır. Bunlardan, İstanbul Pendik'te ve Mersin'de bulunan toplam 500 yatak kapasitesine sahip iki adet hastanenin inşaatı tamamlanmış olup, 2018 mali yılının ilk yarısında açılmaları planlanmaktadır. İstanbul Topkapı ve Çekmeköy'de yer alacak olan toplam 500 yatak kapasitesine sahip diğer iki hastanenin ise 2019 mali yılı içerisinde açılması öngörülmektedir.

Şirket, organik olarak büyümenin yanı sıra sektördeki uygun satın alma fırsatlarını da değerlendirip büyümesini sürdürmektedir. TOBB Sektör Raporu'na göre, Türkiye özel sağlık sektöründe, 2015 yılı itibarıyla, toplam 562 özel hastane bulunmakta olup, bu hastanelerin yaklaşık %13 büyük hastane zincirlerinden oluşmakta olup, geri kalan hastaneler bağımsız özel hastanelerdir. Şirket'in geçmiş yıllarda satın almalar konusunda gösterdiği başarı, hâlihazırda yüksek sayıda bağımsız özel hastanenin bulunduğu ve oyuncuların yüksek pazar paylarına sahip olmadığı, dağınık bir yapıya sahip, özel sağlık sektöründe, Şirket'in önümüzdeki dönemde de satın almalar ile büyüme konusunda uygun fırsatlar ile büyümesini desteklemesi için elverişli bir platform sunmaktadır. TOBB Sektör Raporu'ndaki verilere dayanarak, özel sağlık sektörünün toplam yatak sayısının %28'i, Şirket'in de dâhil olduğu özel sektörde faaliyet gösteren en büyük beş özel hastane grubu tarafından yönetilmektedir. Sektörün bu dağınık yapısı konsolidasyon için önemli fırsatlar sunmaktadır. Şirket, sektördeki ekonomik olarak uygun olan satın alma fırsatlarını düzenli olarak takip etmektedir.

Şirket'in Stratejisi

Şirket'in stratejisi, yeni hastane açılışları ve satın almalar yoluyla büyümesini devam ettirerek, Türkiye'nin en büyük özel sağlık kuruluşu olarak mevcut konumunu korumak ve güçlendirmektir. Şirket'in özel sağlık hizmetleri sektöründe faaliyet gösteren rakipleri ağırlıklı olarak premium segmentte yer alan hastalara odaklanırken, Şirket, üst kitlesel Premium (upper mass – Premium) ve premium hasta segmentlerinden oluşan geniş bir hasta tabanına hizmet sunmaktadır. Şirket, hizmet verdiği farklı segmentlerdeki hasta gruplarına ilerleyen dönemlerde de kârlı bir şekilde hizmet sunmayı hedeflemektedir. Söz konusu hedeflerine ulaşmak için, Şirket'in uyguladığı temel stratejiler aşağıda özetlenmiştir.

Özel sağlık sektöründeki lider konumunun korunması ve yeni yatırımlar ve satın almalarla faaliyetlerinin daha da yaygınlaştırılması

Şirket, mevcut iş modeli sayesinde farklı segmentlerden oldukça geniş bir hasta kitlesine hizmet vermektedir. Ayrıca, Şirket'in mevcut yapısı ilerideki büyümesini destekleyecek nitelikte olup, kolaylıkla ölçeklendirilebilir niteliktedir. Şirket'in yeni hastane yatırımları ve devralma işlemleri sonucunda, 2014 ile 2017 mali yılları arasında portföyüne 2.695 yatak ve 13 adet hastane eklenmiştir. Yeni hastane yatırımları ve devralmalar fırsatları değerlendirilirken, kaliteli sağlık personeli bulmanın kolay olduğu ve hasta potansiyeli açısından sosyo-ekonomik çeşitlilik sunan büyük şehirlere odaklanılmaktadır. Şirket, 2019 yılına kadar dört yeni hastane açılışı hedeflemektedir.

Şirket, organik büyümeye ek olarak, kısa ve orta vadede yeni satın alma fırsatlarını da değerlendirmektedir. Özel sağlık hizmetleri sektörünün dağınık yapısı, oyuncuların büyük pazar paylarına sahip olmaması ve çok sayıda bağımsız özel hastanenin faaliyet gösteriyor olmaması, Şirket'in faaliyet gösterdiği üç ayrı konsept dikkate alındığında, Şirket'in sektördeki konsolidasyon eğiliminden faydalanabileceği öngörülmektedir.

Tamamlayıcı sağlık sigortası gibi avantajlı sigorta uygulamaların gelirlerdeki büyümeyi desteklemesi

Türkiye'deki sağlık sigortası kullanım oranı diğer benzer ülkelere göre düşük olup (toplam nüfusun %5'i, acil durum ve seyahat sigortaları hesaba katılmadığında %3'ü), TOBB Sektör Raporu'na göre bu durum büyüme potansiyelinin bir göstergesidir. Kapsamlı özel sağlık sigortalarına göre daha avantajlı fiyatlara sahip bir sağlık sigortası olan tamamlayıcı sağlık sigortası uygulamasına 2014 yılında başlanmıştır. Satılan kapsamlı sigorta poliçe sayısı 2014 ile 2016 yılları arasında %5 ile büyürken, tamamlayıcı sağlık sigortası poliçe satış adetleri, aynı dönemde %152'lik YBBO ile Türkiye özel sağlık sigortası pazarının en hızlı büyüyen branşı olmuştur (Kaynak: TOBB Sektör Raporu). Tamamlayıcı sağlık sigortası primleri 2014 ile 2016 yılları arasında artan rekabet sebebiyle düşüş göstermiş olup, bu husus söz konusu sigortaların maliyetinin daha karşılanabilir hale gelmesini ve toplam satın alınan tamamlayıcı sağlık sigortası poliçelerinde artış gerçekleşmesini sağlamıştır.

Tamamlayıcı sağlık sigortası poliçe satışlarında yıllar itibarıyla görülen artış, Şirket'in, özel sağlık sigortası şirketleri tarafından, sağlık hizmeti sağlayıcılarına yapılan toplam ödemeler içinden aldığı payını, 2012 mali yılında %2 seviyesinden, 2016 mali yılı itibarıyla %7'ye çıkartmasında etken olmuştur. Şirket, tamamlayıcı sigortanın gelişmesi konusundaki öncü rolünün sektördeki genel pazar payının artmasına yardımcı olmaya devam edeceğine inanmaktadır.

Türkiye sağlık turizmi pazarının büyüme potansiyelinin ve gelir kaynaklarının çeşitlendirilmesinin Şirket'in faaliyetleri üzerindeki olumlu etkisi

Türkiye sağlık turizmi sektörü hasta sayısı ve yapılan harcama tutarları göz önüne alındığında büyüme eğiliminde olup, bu durum Şirket'in faaliyetleri için önemli bir potansiyel teşkil etmektedir. Türkiye, en sık uygulanan tedaviler için genelde rekabetçi fiyatlar sunması sebebiyle, sağlık turizmi konusunda avantajlı bir konuma sahiptir. 2015 ve 2016 yıllarında bazı hastaların Türkiye'ye gelmesi yönünde engel teşkil eden ve bu sebeple ilgili yıllarda sağlık turizmi için ülkeye gelen turist sayısında düşüşe sebep olan vize uygulamalarına rağmen, TOBB Sektör Raporu'na göre, 2010 ve 2016 yılları arasında, sağlık turizmi için ülkeye gelen kişi sayısında %15'lik bir YBBO ile artış görülmüştür. Türkiye'nin sağlık turizmi sektöründeki avantajlı konumu, sağlık turizmini canlandırmaya yönelik devlet teşvikleri de dâhil olmak üzere, bazı mevzuat düzenlemeleri çerçevesiyle de desteklenmiştir.

Şirket, OECD ülkelerindeki sağlık kuruluşlarına benzer şekilde, yüksek bir hizmet standardı sunmakla birlikte; bu hizmeti daha düşük bir maliyette sunmakta ve bu sebeple hastanelerinde tedavi gören yabancı hasta sayısında artış beklemektedir. Şirket'in 2015 ve 2016 yıllarında sağlık turizminden elde ettiği gelir, daha önce Şirket'in sağlık turizmi gelirlerine büyük ölçüde katkıda bulunan bazı ülkelere getirilen yeni vize uygulamalarından dolayı azalmıştır. Şirket, 2016 yılından başlayarak, sağlık turizmine ilişkin çeşitli devletlerle toplu sözleşmeler yapmak yerine, ödemesini kendi yapan hastalara ve farklı ülkelerdeki yabancı hastalara odaklanmış ve bu strateji değişimi sayesinde sağlık turizmi faaliyetlerinden elde edilen gelir, 30 Eylül 2017 tarihinde sona eren dokuz aylık dönemde, 30 Eylül 2016 tarihinde sona eren dokuz aylık döneme kıyasla %53,6'lık bir büyüme göstererek, 130,8 milyon TL'ye yükselmiştir. Türkiye sağlık turizmi sektörünün büyümesine bağlı olarak, Şirket bu alandan elde edeceği gelirlerin artmasını beklemektedir.

Şirket ayrıca 2016 mali yılında gelirlerinin %34'ünü oluşturan ödemesini kendi yapan hastalardan elde ettiği gelirleri artırarak gelirlerinin çeşitlendirilmesi suretiyle büyümesini sürdürmeyi planlamaktadır. Bu kapsamda, Şirket, kitlesel premium segmente hitap eden VM Medical Park ve premium segmente hitap eden Liv ve hedef kitlesi ödemesini kendi yapan hastalar olan konseptlerine yatırım yapmaya devam etmeyi planlamaktadır. Şirket, ödemesini kendi yapan hastalardan elde edilen gelirlerin artışında önemli bir paya sahip olan elektif ameliyatların (plastik ve estetik cerrahi gibi) sayısındaki artışla birlikte gelirlerinde büyüme olmasını öngörmektedir.

3. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İşbu Raporda MLP Sağlık'ın piyasa değerinin hesaplanması amacıyla aşağıdaki değerlendirme yöntemleri incelenmiştir:

A. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ("İNA")

Şirket'in finansal durumuna ilişkin projeksiyonlar İzahname kapsamında yatırımcılar ile paylaşılmadığından, işbu Rapor'da geleceğe yönelik tahminlere yer verilmemiş ve indirgenmiş nakit akımları analizine yönelik bir değerlendirme çalışması yapılmamıştır.

B. Defter Değeri Yöntemi

Defter değeri yöntemi, bir şirketin varlıklarının piyasa değerinden, pasif değerlerin çıkartılması yöntemi kullanılarak hesaplanan bir değerlendirme yöntemidir. Varlık temelli bir değerlendirme yöntemi olan defter değeri, şirketin maddi ve maddi olmayan tüm varlıklarını oluşturan aktiflerini ve pasiflerini, piyasa değeri veya uygun başka bir cari değerden rapor eden, bilançosunu inceleyen bir değerlendirme yaklaşımıdır.

Defter değeri yöntemi ağırlıklı olarak gayrimenkul şirketleri, yatırım veya holding şirketleri ile gayri-faal ve tasfiye halindeki şirketlerin değerlemesinde kullanılmaktadır. Ayrıca bu yöntem, ağırlıklı olarak mevcut durumu yansıtmakta olup geleceğe yönelik büyüme ve Şirket'in operasyonlarından elde ettiği katma değeri yansıtmamaktadır. Şirket'in sağlık hizmetleri sunan bir şirket olması sebebiyle, defter değerinden elde edilecek değer, Şirket'in faaliyetlerinden elde ettiği katma değeri yansıtmayacağı için söz konusu değerlendirme yöntemi kullanılmamıştır.

C. Piyasa Çarpanları Yöntemi

Piyasa çarpanları yönteminde aşağıda belirtilen iki farklı çarpan kullanılmış ve MLP Sağlık'ın 2017/09'da sona eren son 12 aylık (01.10.2016-30.09.2017 arası) net satışlar ve Faiz, Amortisman, Vergi öncesi Kar ("FAVÖK") tutarları esas alınarak piyasa değeri hesaplanmıştır.

- Firma Değeri/Net Satışlar (FD/Satışlar) Çarpanı
- Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) Çarpanı

MLP Sağlık'ın çarpan analizi yöntemine dayalı piyasa değeri hesaplamasına ilerleyen bölümlerde ayrıntılı bir şekilde yer verilmektedir.

4. BENZER ŞİRKETLER

Sağlık hizmetleri sektöründe faaliyet gösteren MLP Sağlık, aynı sektörde faaliyet gösteren halka açık uluslararası şirketler ve payları Borsa İstanbul A.Ş.'de ("BİST") işlem gören tek benzer şirket olan Lokman Hekim Engürüsağ Sağlık, Turizm, Eğitim Hizmetleri ve İnşaat Taahhüt A.Ş. ("Lokman Hekim") ile karşılaştırılmıştır. Değerlemeye dâhil edilen benzer şirketlerin belirlenmesinde ilgili şirketlerin gelirlerinin büyük çoğunluğunun hastane faaliyetlerinden elde ediliyor olmasına dikkat edilmiştir. Bu kritere uymayan şirketler benzer şirket karşılaştırmasına dâhil edilmemiştir. Lokman Hekim ise boyut olarak MLP Sağlık'a göre çok küçük olduğu için değerlemeye dâhil edilmemekle birlikte, verileri aşağıdaki tabloda karşılaştırma amacıyla gösterilmiştir.

Türkiye'de faaliyet gösteren Acıbadem Hastaneleri'nin ana hissedarı olan, Malezya merkezli, IHH Healthcare Bhd'nin 2016 yılı finansal raporlarına göre gelirleri 2,5 milyar ABD\$'ı olup, gelirlerinin yaklaşık %35'i; FAVÖK değerinin ise yaklaşık %24'ünün Acıbadem Hastaneleri'nden geldiği görülmektedir. Faaliyet gösterilen bölge ve boyut olarak benzerliği nedeniyle MLP Sağlık ile karşılaştırılabilir en yakın şirketin IHH olabileceği düşünülmektedir.

Aşağıda yurtiçi ve yurtdışı halka açık benzer şirketlerin merkez ülkeleri, faaliyet alanları, gelir ve FAVÖK verileri hakkında genel bilgiler yer almaktadır.

Şirket	Ülke	Özet Bilgi	Gelirler, son 1 yıl (mn ABD\$)	FAVÖK, son 1 yıl (mn ABD\$)
Lokman Hekim	Türkiye	Ankara'da 4, Van'da 2 ve Irak'ta 1 olmak üzere 7 hastanesi ile faaliyet gösteren bir gruptur.	62,9	6,7
IHH Healthcare Bhd	Malezya	Asya, Orta ve Doğu Avrupa, Orta Asya ve Kuzey Afrika'da 50 hastanesi 10.000 yatak kapasitesiyle faaliyet göstermektedir.	2.672,5	535,9
Mediclinic International Plc	Güney Afrika	İsviçre, Birleşik Arap Emirlikleri, Namibya ve Güney Afrika'da 70'in üzerinde hastane ve poliklinik ile toplamda 10.000'in üzerinde yatak kapasitesiyle faaliyet göstermektedir.	3.824,7	656,8
NMC Health plc	BAE	NMC ağırlıklı olarak İspanya ve Birleşik Arap Emirliklerinde faaliyet göstermektedir. Şirketin 8 ülkede toplam 45 hastane ve polikliniği bulunmaktadır.	1.417,6	299,6
Bangkok Dusit Med Service	Tayland	Şirketin Kamboçya'da 2 ve Tayland'ta 42 olmak üzere toplam 44 hastanesi bulunmaktadır.	2.198,8	467,5

Apollo Hospitals Enterprise	Hindistan	Hindistan merkezli şirket 13 ülkede toplam 70 hastane ve 10.000'in üzerinde yatak kapasitesi ile faaliyet göstermektedir. Şirketin teletıp, eczane, tıbbi tanı merkezleri de bulunmaktadır.	1.123,8	112,6
Raffles Medical Group Ltd	Singapur	Şirket Singapur'da 1 hastane ve Asya'da 5 ülkede 100 çok disiplinli poliklinikle faaliyet göstermektedir.	349,6	69,4
Siloam International Hospital	Endonezya	Endonezya'da faaliyet gösteren şirketin ülkenin pek çok şehrinde toplam 23 hastanesi bulunmaktadır.	414,6	41,4
Mouwasat Medical Services Co	Suudi Arabistan	Faaliyetlerinin tamamı Suudi Arabistan'da olan şirketin hastaneleri, tıp merkezleri ve eczaneleri bulunmaktadır.	383,0	116,5
Dallah Healthcare Co	Suudi Arabistan	Sadece Suudi Arabistan'da faaliyet gösteren şirket hastanelerinin yanı sıra, ilaç ve dermokozmetik ürünlerin dağıtım alanında da faaliyet göstermektedir.	320,6	93,5

Kaynak: Şirket internet siteleri, bağımsız denetim raporları

5. DEĞERLEMEYE İLİŞKİN ÖNEMLİ HUSUSLAR

Değerlemede çarpan analizine dahil edilen şirketlerin, çarpan analizine esas oluşturan net satışlar ve raporlanan FAVÖK tutarları için 01.10.2016-30.09.2017 tarihleri arasında hesaplanan son 12 aylık finansal veriler baz alınmıştır.

MLP Sağlık'ın değerlemeye baz teşkil eden finansal verilerine aşağıdaki tabloda yer verilmektedir.

30/09/2017'de sona eren son 12 aylık dönem (milyon TL)	
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

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

Kaynak: Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Finansal Tablolar, Şirket

30/09/2017 itibarıyla Net Finansal Borç Hesaplaması:

(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 Yükümlülükler	(+)	235
Nakit ve Nakit Benzerleri	(-)	199
Net Finansal Borçlar	=	1.353

Kaynak: Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Finansal Tablolar

Şirket'in değerlemeye baz oluşturan 30.09.2017 tarihi itibarıyla hesaplanan son 12 aylık net satışlar ve raporlanan FAVÖK tutarlarının hesaplamasına ilişkin detaylar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Milyon TL	Denetim Raporu Dipnot	30.09.2017 İtibarıyla (A)	30.09.2016 İtibarıyla (B)	31.12.2016 İtibarıyla (C)	1 Ekim-31 Aralık 2016 Dönemi (C- B) =D	30.09.2017'de sona eren 12 aylık dönem (A + D)
Gelirler	19	1.873,4	1.569,3	2.160,1	590,8	2.464,2
Vergi Öncesi Kar	24	-88,1	-41,6	-62,3	-20,7	-108,8
Amortisman ve İtfa Giderleri ile İlgili Düzeltilmeler (+)	12	128,4	108,2	153,3	45,1	173,5
Net Finansal Giderler (+)	23	238,2	163,8	271,4	107,6	345,8
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler (-)	22	0,6	1,6	1,8	0,2	0,9
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (+)	22	0,4	2,3	2,4	0,1	0,5
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirlerde Raporlanan Faiz Gelirleri (-)	21	6,5	10,1	11,6	1,5	8,0
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler Altında Raporlanan Türev İşlemlerden Zararlar (+)	21	0,0	10,7	2,7	-8,0	-8,0
Raporlanan FAVÖK		271,7	231,7	354,1	122,4	394,1

Kaynak: Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Finansal Tablolara İlişkin Dipnotlar, Şirket

AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

6. DEĞERLEME

MLP Sağlık'ın piyasa değeri FD/Satışlar çarpanı ve FD/FAVÖK çarpanı yöntemleri ile hesaplanmış ve bu yöntemlerin ortalaması alınarak nihai piyasa değeri tespit edilmiştir. MLP Sağlık'ın son 12 aylık dönemde net zararı olması nedeniyle F/K çarpanı kullanılmamıştır.

Değerleme çalışmasında, uluslararası benzer şirketler dikkate alınmıştır. Lokman Hekim yurtiçinde BIST'te işlem gören tek şirket olmasına rağmen, boyut olarak MLP Sağlık'a göre çok küçük olması sebebiyle değerlendirme çalışmasına dahil edilmemekle birlikte, verileri aşağıdaki tabloda karşılaştırma amacıyla yer almaktadır.

A. FD/Satış Çarpanı Yöntemi

FD/Satış çarpanları, halka açık benzer şirketlerin güncel firma değerlerinin ilgili şirketlerin 30/09/2017'de sona eren son 12 aylık net satış tutarlarına bölünmesiyle elde edilmiştir. MLP Sağlık'ın değerlemesinde kullanılmak üzere seçilen benzer şirketlerin piyasa değerleri, firma değerleri (FD) ve FD/Satışlar çarpanları aşağıda yer almaktadır. Lokman Hekim'e ait veriler, ortalama değerlere dâhil edilmemiş olup, sadece gösterim amaçlı olarak tabloda yer verilmiştir.

Şirket	Piyasa Değeri, mn ABD\$	Firma Değeri, mn ABD\$	FD/Satışlar
Lokman Hekim	46	68	1,1
IHH Healthcare Bhd	12.399	13.178	4,8
Mediclinic International Plc	6.088	8.518	2,2
NMC Health Plc	8.878	9.975	7,0
Bangkok Dusit Medical Services	10.130	11.314	5,0
Apollo Hospitals Enterprise	2.493	2.919	2,6
Raffles Medical Group Ltd	1.459	1.442	4,0
Siloam International Hospital	1.086	1.085	2,6
Mouwasat Medical Services Co	2.115	2.225	5,8
Dallah Healthcare Co	1.668	1.777	5,5
		Minimum	2,2
		Maksimum	7,7
		Ortalama	4,4

Kaynak: CapitalIQ (16.01.2018)

Sağlık hizmetleri sektöründe faaliyet gösteren benzer şirketlerin FD/Satışlar ortalama çarpanı 4,4x olarak hesaplanmaktadır. Bu şekilde, MLP'nin piyasa değeri, uluslararası şirketler çarpanlarına göre 9.390,8 milyon TL olarak hesaplanmaktadır.

(milyon TL)

Net Satışlar (30.09.2017'de sona eren 12 ay itibarıyla)	2.464
Net Borç (30.09.2017 itibarıyla)	1.353
Kontrol Gücü Olmayan Paylar (30.09.2017 itibarıyla)	90
Uluslararası Şirketler FD/Satışlar Çarpanı Ortalaması	4,4x
Uluslararası Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	10.833,7
Uluslararası Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri*	9.390,8

* Firma değerinden, 30/09/2017 itibarıyla 1.353 milyon TL tutarında net finansal borcun ve 90 milyon TL tutarında kontrol gücü olmayan payların çıkartılması ile hesaplanmıştır.

B. FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi

FD/FAVÖK çarpanları, halka açık benzer şirketlerin güncel firma değerlerinin ilgili şirketlerin 30/09/2017'de sona eren 12 aylık dönem itibarıyla elde ettikleri FAVÖK tutarlarına bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Değerlemede MLP Sağlık'ın 30.09.2017'de sona eren 12 ay itibarıyla raporlanan FAVÖK verisi kullanılmıştır. MLP Sağlık'ın değerlendirilmesinde kullanılmak üzere seçilen benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Lokman Hekim'e ait veriler ortalama değerlere dâhil edilmemiş olup, sadece gösterim amaçlı tabloda yer verilmiştir.

Şirket	Piyasa Değeri, mn ABDS	Firma Değeri, mn ABDS	FD/FAVÖK
Lokman Hekim	46	68	10,0
IHH Healthcare Bhd	12.399	13.178	23,8
Mediclinic International Plc	6.088	8.518	12,5
NMC Health Plc	8.878	9.975	33,3
Bangkok Dusit Medical Services	10.130	11.314	21,7
Apollo Hospitals Enterprise	2.493	2.919	24,3
Raffles Medical Group Ltd	1.459	1.442	20,3
Siloam International Hospital	1.086	1.085	25,7
Mouwasat Medical Services Co	2.115	2.225	19,0
Dallah Healthcare Co	1.668	1.777	19,0
		Minimum	12,5
		Maksimum	33,3
		Ortalama	22,2

Kaynak: CapitalIQ (16.01.2018)

Sağlık hizmetleri sektöründe faaliyet gösteren benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanı ortalaması 22,2x olarak hesaplanmaktadır. Bu şekilde, MLP'nin piyasa değeri, uluslararası benzer şirket çarpanlarına göre 7.299,6 milyon TL olarak hesaplanmaktadır.

(milyon TL)

FAVÖK (30.09.2017'de sona eren 12 ay itibarıyla)	394
Net Borç (30.09.2017 itibarıyla)	1.353
Kontrol Gücü Olmayan Paylar (30.09.2017 itibarıyla)	90
Uluslararası Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Ortalaması	22,2x
Uluslararası Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	8.742,5
Uluslararası Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri*	7.299,6

* Firma değerinden, 30/09/2017 itibarıyla 1.353 milyon TL tutarında net finansal borcun ve 90 milyon TL tutarında kontrol gücü olmayan payların çıkartılması ile hesaplanmıştır.

7. SONUÇ

Değerleme çalışmasında kullanılan FD/Satışlar ve FD/FAVÖK çarpanı yöntemleri sırasıyla, %10 ve %90 oranları ile ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir. Söz konusu ağırlıklandırma ile MLP Sağlık'ın ortalama piyasa değeri 7.508,7 milyon TL olarak hesaplanmaktadır.

(milyon TL)	Ağırlık (A)	Piyasa Değeri (B)	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri (A*B)
FD/Satışlar Çarpanı Yöntemi	%10	9.390,8	939,1
FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi	%90	7.299,6	6.569,6
Ortalama Piyasa Değeri			7.508,7
Nominal Sermaye Tutarı (TL)			176.458.254
Birim Hisse Fiyatı (TL)			42,6

Hesaplanan ortalama piyasa değerine göre MLP Sağlık'ın iskonto öncesi birim hisse fiyatı 42,6 TL olarak tespit edilmiştir.

Planlanan halka arzın bir bölümünün sermaye artırımı yoluyla gerçekleştirilmesi düşünüldüğünden, MLP Sağlık'a halka arz fiyatı üzerinden bir nakit girişi sağlanacaktır. Sermaye artışı sonucu elde edilecek gelirler ile 30 Eylül 2017 itibarıyla Şirket'in toplam yabancı para cinsinden olan borçlarının yaklaşık %60 ile %65'i arasındaki tutarın kapatılarak, söz konusu borçlardan kaynaklanan finansman gideri ve kur farkı giderlerinin düşürülmesi planlanmaktadır. Sermaye artışı sonucunda, ilerleyen dönemlerde Şirket'in finansal yapısının ve net kar yaratma kapasitesinin güçlendirilmesi hedeflenmektedir.

Sermaye artışı ve Şirket tarafından karşılanması gereken tahmini halka arz masraflarını dikkate alarak hesaplanan sermaye artışı sonrası halka arz iskontosunun, fiyat aralığının tabanı olan 24,0 TL'den %40,3 tavanı olan 28,8 TL'den ise %29,4 iskontolu olduğu görülmektedir.

(TL)		Sonuç	
Ort. Değerleme Yöntemleriyle Hesaplanan Halka Arz Öncesi 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	28,80
Tahmini Halka Arz Masrafları**	e	12.000.000	12.000.000
Halka Arzda Girecek Nakit	$f = (b*d) - e$	588.000.000	708.000.000
Değerleme Yöntemleriyle Hesaplanan Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	$g = a + f$	8.096.722.323	8.216.722.323
Halka Arz Fiyat Aralığı ile 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

*Halka arz öncesi ödenmiş sermaye tutarı nominal 176.458.254 TL'dir.

** Sadece Şirket tarafından karşılanacak masraflardır ve üst limiti 3.000.000 ABD Doları'na sınırlanmıştır. Çarpan analizleri yönteminde dahil edilmemiştir. Söz konusu masraflar işbu Rapor'un sonuç kısmında halka arzda Şirket'e girecek nakitten düşülerek dikkate alınmıştır.

Yukarıdaki çalışmadan da görülebileceği üzere, değerlemede 30.09.2017 tarihinde sona eren 12 aylık veriler kullanılmış olup, halka arz sonrası oluşması muhtemel 2017 yılı ile sonrasına ilişkin hiçbir beklenti çalışmaya yansıtılmamıştır.