

MLP Sağlık Hizmetleri A.Ş. ("MLP Sağlık" veya "Şirket") "Fiyat Tespit Raporu" Değerlendirme Raporu

Bu değerlendirme raporu Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2 fıkrası kapsamında Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. MLP Sağlık Hizmetleri A.Ş.'nin halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. **Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup yatırımcılar, halka arza ilişkin tasarruf sahiplerine satış duyurusunu ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.**

Halka Arz Yapısı:

İhraççı	MLP Sağlık Hizmetleri A.Ş. ("MLP Sağlık" veya "Şirket")
Konsorsiyum Lideri	Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Talep Toplama Yöntemi	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
Sermaye	176,458,254 TL (Halka Arz Öncesi) / 201,458,254 TL (Halka Arz Sonrası)
Halka Arz Şekli	Ortak Satış ve Sermaye Artırımı
Satan Ortak	Turkish Private Equity Fund, Usta Grubu, Sancak İnşaat
Halka Arz Edilecek Paylar / Halka Arz Oranı	25,000,000 TL (Sermaye Artırımı) 38,333,333 TL (Ortak Satış) 9,500,000 TL (Ek Satış) Toplam; 63,333,333 TL (%31.44), Ek Satış Dahil Toplam; 72,833,333 TL (%36.15)
Tahsisat Grupları	Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar %7.5 Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar %2.5 Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar %90
Lock - Up (Satmama Taahhüdü)	Şirket ve satan ortaklar için; 180 gün Satan ortaklar için halka arz fiyatının altınma satmama taahhüdü 1 yıl
Fiyat İstikrarı	BİST'te işlem görmeye başladıktan sonraki 30 gün boyunca planlanmaktadır.
Planlanan Talep Toplama Tarihleri	1-2 Şubat 2018

Kaynak: MLP Sağlık, Ak Yatırım

MLP Sağlık Hakkında

Şirket, 30 Eylül 2017 itibarıyla faaliyet gösterdiği 17 şehirdeki 29 hastanesi ve 5.330 yatak kapasitesi ile Türkiye'nin en büyük özel sağlık kuruluşudur. Şirket'in hizmet verdiği hastanelerde, çoğu orta-üst sosyo-ekonomik segment sınıfında yer alan hastalar olmak üzere, yılda ortalama 2,4 milyon kişi tedavi olmaktadır. Şirket hastanelerinde, jinekoloji, kardiyoloji, onkoloji, ortopedi, yoğun bakım gibi dallar ile organ ve kemik iliği nakli gibi daha özellikli tıbbi işlemler de dahil olmak üzere, her türlü sağlık hizmeti sunulmaktadır. 30 Eylül 2017

itibariyle Şirket ve bağlı ortaklıkları 2.000’den fazla uzman doktor, 3.800’den fazla hemşire olmak üzere toplam 16.000’den fazla kişi istihdam etmektedir.

Şirket, sahip olduğu yatak kapasitesi açısından, 2017 yılı itibariyle %11 olarak öngörülen pazar payı ile özel hastaneler arasında en fazla yatak kapasitesine sahip oyuncudur. Şirket’in hastanelerinde yatarak tedavi gören hasta ziyaretleri, tüm özel hastanelerde yatarak tedavi gören hasta ziyaretlerinin %15’ini oluşturmuştur.

Şirket, Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine göre kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş ve Kurul 03.11.2017 tarih ve 39/1351 sayılı toplantısında Şirket’in kayıtlı sermaye sistemine geçiş başvurusu onaylanmıştır.

Şirket kayıtlı sermaye tavanı 875.000.000 TL olup, çıkarılmış sermayesi 176.458.254 TL’dir.

Ortaklık Yapısı

Şirket’in sermayesini temsil eden paylar ilişkin bilgi aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

MLP Sağlık Hizmetleri A.Ş.

Pay Sahibi	Sermaye Miktarı (TL)	Pay Oranı (%)
Lightyear Healthcare B.V.	83,324,059	47.22
Sancak İnşaat Turizm Nakliyat ve Dış Tic. A.Ş.	41,690,578	23.63
Muharrem Usta	24,376,877	13.81
Hujori Financieringen B.V.	10,815,488	6.13
Diğer	16,251,252	9.21
Toplam	176,458,254	100.00

Kaynak: MLP Sağlık

Önemli Hususlar

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yeri

Sermaye artışı sonucu elde edilecek gelirlerin tamamı ile 30 Eylül 2017 itibariyle, Şirket’in toplam yabancı para cinsinden olan borçlarının bir kısmı kapatılarak, söz konusu borçlardan kaynaklanan finansman gideri ve kur farkı giderlerinin düşürülmesi planlanmaktadır. Sermaye artışı sonucunda, Şirket’in finansal yapısının ve net kar yaratma kapasitesinin güçlendirilmesi hedeflenmektedir. Ortak satışından elde edilecek gelirlerin kullanım yeri ise ortakların tasarrufunda bulunmaktadır.

Finansal Tablolar

Bilanço

bin TL	2014	2015	2016	2017/9
Dönen Varlıklar	797,995	901,155	1,015,713	1,079,010
Nakit ve Nakit Benzerleri	213,220	92,089	110,678	199,357
Finansal Yatırımlar	-	49,962	-	-
Ticari Alacaklar	471,281	611,904	724,144	698,642
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	7,908	7,518	10,110	21,379
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	463,373	604,386	714,034	677,263
Diğer Alacaklar	12,072	12,993	22,877	21,550
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	1,392	2,530	5,096	8,131
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	10,680	10,463	17,781	13,419
Türev Araçlar	-	2,697	-	-
Stoklar	31,074	41,969	45,058	45,758
Peşin Ödenmiş Giderler	44,658	56,878	81,540	90,594
Diğer Dönen Varlıklar	25,690	32,663	31,416	23,109
Duran Varlıklar	1,215,514	1,401,229	1,419,590	1,501,204
Ticari Alacaklar	5,196	2,941	1,053	1,053
Diğer Alacaklar	1,018	1,137	1,404	1,381
Maddi Duran Varlıklar	588,888	734,957	701,423	749,752
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	449,912	472,137	471,395	467,822
Peşin Ödenmiş Giderler	91,599	76,655	98,361	116,405
Diğer Duran Varlıklar	16,786	14,686	-	-
Toplam Varlıklar	2,013,509	2,302,384	2,435,303	2,580,214

Kaynaklar				
Kısa Vadeli Yükümlülükler	819,471	1,213,741	1,031,003	1,123,512
Kısa Vadeli Borçlanmalar	24,041	190,643	41,747	67,604
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	272,817	400,323	283,355	281,426
Kısa Vadeli Finansal Kiralama Yükümlülükleri	53,570	80,105	82,535	89,252
Ticari Borçlar	357,986	352,239	448,570	500,182
Ertelenmiş Gelirler	17,087	19,921	47,239	42,794
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	93,970	170,510	127,557	142,254
Uzun Vadeli Yükümlülükler	825,801	766,899	1,139,061	1,287,114
Uzun Vadeli Borçlanmalar	438,876	349,200	685,448	878,921
Uzun Vadeli Finansal Kiralama Yükümlülükleri	150,817	264,393	276,802	234,865
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	106,333	96,139	123,598	117,966
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	129,775	57,167	53,213	55,362
Özsermaye	368,237	321,744	265,239	169,588
Sermaye	176,458	176,458	176,458	176,458
Paylara İlişkin Primler	237,924	237,924	237,924	-
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	302	302	302	10,260
Kar veya Zararda Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kaps. Gel. Veya Gid.	45,729	44,977	35,649	31,766
Geçmiş yıl zararları	-298,708	-184,837	-230,724	-71,057
Dönem Net Karı / (Zararı)	124,008	-47,449	-44,523	-68,008
Toplam Kaynaklar	2,013,509	2,302,384	2,435,303	2,580,214

Kaynak: MLP Sağlık İzahname

Gelir Tablosu

bin TL	2014	2015	2016	2016/9	2017/09
Hasılat	1,518,025	1,843,387	2,160,072	1,569,256	1,873,356
Satışların Maliyeti (-)	-1,240,166	-1,562,350	-1,853,759	-1,360,379	-1,592,539
Brüt Kar	277,859	281,037	306,313	208,877	280,817
Genel Yönetim Giderleri (-)	-157,430	-173,635	-126,607	-88,671	-136,423
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	207,640	111,475	198,454	113,157	255,423
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-84,203	-104,549	-168,529	-110,544	-249,880
Esas Faaliyet Karı	243,866	114,328	209,631	122,819	149,937
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1,286	4,196	1,838	1,624	648
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-2,495	-1,731	-2,407	-2,311	-365
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	242,657	116,793	209,062	122,132	150,220
Finansman Giderleri (-)	-127,593	-194,052	-271,385	-163,763	-238,227
Vergi Öncesi (Zarar) / Kar	115,064	-77,259	-62,323	-41,631	-88,007
-Vergi Geliri / (Gideri)	11,907	34,637	13,614	5,196	14,945
Dönem (Zararı) / Karı	126,971	-42,622	-48,709	-36,435	-73,062

Kaynak: MLP Sağlık İzahname

Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşlerimiz

Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda MLP Sağlık'ın piyasa değerinin hesaplanması amacıyla indirgenmiş nakit akımları, defter değeri ve piyasa çarpanları yöntemleri incelenmiştir. İndirgenmiş nakit akımları yöntemi, Şirket projeksiyonlarını İzahname kapsamında yatırımcılar ile paylaşmadığından kullanılmamıştır. Defter değeri yöntemi ise Şirket'in sağlık hizmetleri sunan bir şirket olması sebebiyle elde edilecek değer Şirket'in faaliyetlerinden elde ettiği katma değeri yansıtmayacağı için söz konusu değerlendirme yöntemi kullanılmamıştır. MLP Sağlık'ın piyasa değeri hesaplamasında piyasa çarpanları yöntemi kullanılmıştır.

Piyasa Çarpanları Yöntemi

Piyasa çarpanları yönteminde 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.

Sağlık hizmetleri sektöründe faaliyet gösteren MLP Sağlık, aynı sektörde faaliyet gösteren halka açık uluslararası şirketler ve payları Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem gören tek benzer şirket olan Lokman Hekim Engürüsağ Sağlık, Turizm, Eğitim Hizmetleri ve İnşaat Taahhüt A.Ş. ile karşılaştırılmıştır. Yurtdışından ise Malezya-IHH Healthcare Bhd, Güney Afrika-Mediclinic Internatioanl Plc, BAE-NMC Health Plc, Tayland-Bangkok Dusit Med Service, Hindistan-

Apollo Hospitals Enterprise, Singapur-Raffles Medical Group Ltd, Endonezya-Siloam International Hospital, Suudi Arabistan-Mouwasat Medical Services Co ve Suudi-Arabistan-Dallah Healthcare Co şirketleri benzer şirket olarak seçilmiştir.

A. FD/Satış Yöntemi

Yurtdışı sağlık hizmetleri sektöründe faaliyet gösteren benzer şirketlerin FD/Satışlar ortalama çarpanı 4,4x olarak hesaplanmıştır. Bu şekilde; MLP Sağlık'ın piyasa değeri 9.309,8 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

(milyon TL)	
Net Satışlar (30.09.2017'den 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

Kaynak: Ak Yatırım Fiyat Tespit Raporu

B. FD/FAVÖK Yöntemi

Yurtdışı sağlık hizmetleri sektöründe faaliyet gösteren benzer şirketlerin FD/FAVÖK ortalama çarpanı 22,2x olarak hesaplanmıştır. Bu şekilde; MLP Sağlık'ın piyasa değeri 7.299,6 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

(milyon TL)	
FAVÖK (30.09.2017'den 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

Kaynak: Ak Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Özeti

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 BİST’te işlem gören tek şirket olmasına rağmen, boyut olarak MLP Sağlık’a göre çok küçük olması sebebiyle değerlendirilmesine dahil edilmemiştir.

(milyon TL)	Ağırlık (A)	Piyasa Değeri (B)	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri (A*B)
FD/Satışlar Çarpanı Yöntemi	10%	9,390.80	939.1
FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi	90%	7,299.60	6,569.60
Ortalama Piyasa Değeri			7,508.70
Nominal Sermaye Tutarı (TL)			176,458,254
Birim Hisse Fiyatı (TL)			42.6

Kaynak: Ak Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Hesaplanan ortalama piyasa değerine göre MLP Sağlık’ın iskonto öncesi birim hisse fiyatı 42.6 TL olarak tespit edilmiştir.

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.

Genel Değerlendirme

- ✓ Fiyat Tespit Raporu’nda Şirket hakkında verilen bilgiler anlaşılır ve yeterlidir.
- ✓ Değerleme için kullanılan yöntem ayrıntılı ve net bir şekilde açıklanmıştır.
- ✓ Şirket’in geleceğe yönelik projeksiyonları paylaşılmadığı için İndirgenmiş Nakit Akımı metodunun kullanılmadığını görüyoruz. Aynı şekilde çarpan hesaplamasında da kullanılan değerlerin geçmiş yıl rakamları sonucu oluşmuş değerlerden elde edildiği için halka arz fiyat tespitinde geleceğe yönelik olarak herhangi bir görüş bulunmamaktadır.
- ✓ BİST-100 ve BİST Yıldız Pazar şirketlerinin çarpanlarının ağırlıklandırılarak yurtdışı emsal şirket çarpanları ile birlikte değer tespitinde kullanılmasının daha makul olacağını düşünmekteyiz.

Sonuç

Piyasa Çarpanları Yöntemi ile hesaplanan %40.3 - %29.4 halka arz iskontosu uygulanarak elde edilen 24.00 – 28.80 TL halka arz fiyat aralığını yukarıda belirttiğimiz çekinceler dışında makul olarak değerlendiriyoruz.

`Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. `