

# NASMED ÖZEL SAĞLIK HİZMETLERİ TİCARET A.Ş.

## FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

**İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**  
**ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ**  
25 Ağustos 2021

## 1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İntegral Yatırım") tarafından, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin (Tacirler Yatırım) tek yetkili aracı kurum olduğu Nasmed Özel Sağlık Hizmetleri Ticaret A.Ş. (kısaca "İhraççı", "Nasmed Özel Sağlık Hizmetleri" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Tacirler Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İntegral Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## 2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

NASMED HALKA ARZ ÖZET BİLGİ	
İhraççı	Nasmed Özel Sağlık Hizmetleri Ticaret A.Ş
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Nasmed Özel Sağlık Hizmetleri Ticaret A.Ş.
Halka Arz Tarihleri	25-26 Ağustos 2021
Halka Arz Fiyatı	5,00 TL
Halka Arz İskonto Oranı	15,00%
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Bedelli Sermaye Artırımı
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	100.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	125.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	20,00%
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	25.000.000 TL/Lot
Ek Satış Hakkı	Yoktur.
Fiyat İstikrarı İşlemleri	Planlanmamaktadır.
Tahsis Grupları ve Pay Oranları	Yoktur.
Borsa Kodu	EGEPO
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
SPK Onay Tarihi	19.8.2021

Kaynak: Nasmed Özel Sağlık Fiyat Tespit Raporu

### 3. ŞİRKET PROFİLİ

Şirket, insan sağlığına yönelik olarak, hastalara ayakta ve yatırarak tedavi hizmetleri sunmak, tedavi hizmetleri sunan sağlık tesisleri, laboratuvar, kan merkezleri, rehabilitasyon merkezleri, üniteler inşa etmek, kurmak, satın almak ve işletmek üzerine faaliyet göstermektedir.

Şirket, İzmir’de iki aktif faaliyet gösteren hastane ve bir adet yapımının tamamlanmak üzere olduğu hastane olmak üzere toplam 3 adet hastaneyi bünyesinde barındırmaktadır. Egepol Hastanesi, Egepol Cerrahi Hastanesi ve inşaatının %95’i tamamlanmış bulunan Egepol International Hastanesi İzmir’in Konak ve Karabağlar ilçelerinde bulunmaktadır.

Şirket, 2 aktif hastanesi ve 80 doktor ile 38 birimde ve 225 yatak kapasitesi ile hizmet vermektedir.

Egepol Cerrahi Hastanesi, covi-19 salgın sürecinde pandemi hastanesi ilan edilmiş olup 49 erişkin yoğun bakım yatağıyla yoğun bakım ihtiyacının büyük bölümünü karşılamaktadır.

2021 Haziran ayı itibarıyla %95’i tamamlanan Egepol International’ın tamamlanmasıyla Nasmed sahipliğindeki hastanelerin hasta yatağı sayısının ilk etapta 255’e ve sonrasında 325’e ulaşması planlanmaktadır. Hastanenin 2021 yılı sonunda faaliyete geçmesi öngörülmektedir.

Döviz kurlarında gerçekleşen artış, hastane hizmet maliyetlerinde artışa neden olmakta ve bu artış fiyatlara yansıtılmaktadır. Kur artışı hastanenin cirosuna pozitif etki etmektedir.

#### 3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Halka Arz Öncesi Sermaye (TL)	Halka Arz Öncesi Payı (%)	Halka Arz Sonrası Sermaye (TL)	Halka Arz Sonrası Payı (%)
Necip Nasır	25.000.000	25,0%	25.000.000	20,0%
Aslan Nasır	25.000.000	25,0%	25.000.000	20,0%
Servet Nasır	25.000.000	25,0%	25.000.000	20,0%
Nuri Nasır	25.000.000	25,0%	25.000.000	20,0%
<b>Halka Açık Kısmı</b>	-	-	25.000.000	20,0%
<b>Toplam</b>	<b>100.000.000</b>	<b>100%</b>	<b>125.000.000</b>	<b>100%</b>

Kaynak: Nasmed Özel Sağlık İzahname

#### 4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

##### 4.1. Bilanço

Bağımsız Denetimden Geçmiş Bilanço (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.3.2021
<b>VARLIKLAR</b>	<b>136.770.227</b>	<b>160.456.239</b>	<b>214.337.896</b>	<b>287.319.840</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>15.429.009</b>	<b>24.265.443</b>	<b>48.652.186</b>	<b>55.135.533</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	4.082.677	11.148.962	24.475.762	27.279.013
Ticari Alacaklar	8.809.376	9.955.744	18.419.571	18.852.872
-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	140.454	1.156.583	4.189.489
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	83.684	419.028	-	26.727
Diğer Dönen Varlıklar	92.745	31.079	34.884	101.069
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>121.341.218</b>	<b>136.190.796</b>	<b>165.685.710</b>	<b>232.184.307</b>
Diğer Alacaklar	17.573	91.058	108.682	177.563
-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
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	7.732.845	10.570.516	10.803.696	10.853.492
Kullanım Hakkı Varlıkları	34.105.422	32.591.847	31.211.014	30.753.632
Peşin Ödenmiş Giderler	5.793.093	6.132.037	16.265.014	6.369.156
Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	-	1.835.366	-
<b>Özkaynak ve Yükümlülükler</b>	<b>136.770.227</b>	<b>160.456.239</b>	<b>214.337.896</b>	<b>287.319.840</b>
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>49.690.150</b>	<b>67.507.009</b>	<b>88.821.638</b>	<b>116.491.438</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>11.995.595</b>	<b>18.340.348</b>	<b>36.530.063</b>	<b>59.765.827</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	484.232	930.507	1.322.382	990.028
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	-	4.604.085	11.739.316	12.006.471
Kiralama İşlerinden Yükümlülükler	618.260	793.741	893.079	891.957
Ticari Borçlar	8.160.718	7.476.383	17.988.680	16.887.402
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Borçlar	-	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 Taraflardan Diğer Borçlar	-	5.250	5.812	21.300.000
Ertelenmiş Gelirler	-	3.100	41.551	4.189
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	-	1.431.487	1.312.120
Kısa Vadeli Karşılıklar	724.920	1.736.815	1.191.626	1.461.848
Diğert Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.201.738	1.767.761	618.617	1.141.820
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>37.694.555</b>	<b>49.166.661</b>	<b>52.291.575</b>	<b>56.725.611</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	10.528.685	15.161.558	12.069.390
Kiralama İşlerinden Borçlanmalar	35.614.146	35.036.385	34.558.417	34.344.491
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	42.491	750.207	-	7.026.326
Uzun Vadeli Karşılıklar	2.037.918	2.851.384	2.571.600	3.285.404
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>87.080.077</b>	<b>92.949.230</b>	<b>125.516.258</b>	<b>170.828.402</b>
Ödenmiş Sermaye	30.000.000	30.000.000	100.000.000	100.000.000
Ödenmemiş Sermaye	-	-	-21.000.000	-
Sermaye Düzeltme Farkları	4.022	4.022	4.022	4.022
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak	213.106	131.643	-234.736	31.402.361
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	754.540	1.122.755	1.122.755	2.380.605
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	47.862.066	55.740.194	12.690.810	23.366.367
Net Dönem Karı (Zararı)	8.246.343	5.950.616	32.933.407	13.675.047

Kaynak: Nasmed Özel Sağlık İzahname

#### 4.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.3.2020	31.3.2021
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
<b>Brüt Kar</b>	<b>25.726.308</b>	<b>20.726.002</b>	<b>41.892.185</b>	<b>7.602.144</b>	<b>13.597.583</b>
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	-182.268
<b>Esas Faaliyet Karı / Zararı</b>	<b>12.067.294</b>	<b>11.098.676</b>	<b>37.707.548</b>	<b>10.137.414</b>	<b>12.372.036</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-	60	-	-	4.275.000
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı / Zararı</b>	<b>12.067.294</b>	<b>11.098.736</b>	<b>37.707.548</b>	<b>10.137.414</b>	<b>16.647.036</b>
Finansal Gelirleri	850.312	423.718	2.177.564	190.525	846.613
Finansal Giderleri	-4.438.399	-4.446.078	-6.500.313	-1.378.927	-1.538.304
<b>Vergi Öncesi Dönem Karı / Zararı</b>	<b>8.479.207</b>	<b>7.076.376</b>	<b>33.384.799</b>	<b>8.949.012</b>	<b>15.955.345</b>
<b>Vergi Gideri</b>	<b>-232.864</b>	<b>-1.125.760</b>	<b>-451.392</b>	<b>-118.892</b>	<b>-2.280.298</b>
-Dönem Vergi Gideri / Geliri	-1.137.947	-397.679	-2.945.370	-210.140	-1.327.880
-Ertelenmiş Vergi Gideri / Geliri	905.083	-728.081	2.493.978	91.248	-952.418
<b>Sürdürülen Faaliyetler Dnem Net Karı / Zararı</b>	<b>8.246.343</b>	<b>5.950.616</b>	<b>32.933.407</b>	<b>8.830.120</b>	<b>13.675.047</b>
<b>Net Dönem karı</b>	<b>8.246.343</b>	<b>5.950.616</b>	<b>32.933.407</b>	<b>8.830.120</b>	<b>13.675.047</b>

Kaynak: Nasmed Özel Sağlık İzahname

#### 5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERİ

Şirket, halka arz ile kurumsallaşma, şirket değerinin ortaya çıkması, bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması, şirket kurumsal kimliğinin güçlendirilmesini hedeflemektedir.

Şirketin halka arzdan toplam 125.000.000 TL brüt, 118.357.328 TL net gelir elde etmesi beklenmektedir.

##### Halka Arz Geliri Kullanımı

Halka Arz Büyüklüğü	125.000.000 TL
Egepol International Hastanesi yatırımları	%20-30
Egepol Hastanesi modernizasyonu	%15-25
Egepol Mobil ve Online yatırımları	%5-15
Yeni Ünitelerin Oluşturulması	%5-10
Egepol International Hastanesi İşletme Sermayesi	%10-20
Sağlık Turizmi Faaliyetlerine Başlanması	%5-10

Kaynak: Nasmed Özel Sağlık İzahname

- **Egepol International Hastanesi yatırımları**

Halka arzdan elde edilecek gelirin %20-30'unun, inşaatı büyük ölçüde tamamlanan Egepol International'ın tıbbi cihaz ve bilgi teknolojisi donanımı, yeraltı ve yerüstü yatırımlar için kullanılması

öngörülmektedir. Söz konusu tıbbi donanıma hastane için gerekli hasta yatakları, monitörler, yoğun bakım üniteleri gibi medikal cihaz ve malzemeler dahil olacaktır.

- **Egepol Hastanesi modernizasyonu**

Halka arzdan elde edilecek gelirin %15-25'inin 2009 yılında kurulmuş olan Egepol Hastanesi'nin modernizasyonu için kullanılması hedeflenmektedir.

- **Egepol Mobil ve Online yatırımları**

Halka arzdan elde edilecek gelirin %5-15'inin Evde Sağlık ve Online Sağlık Hizmetleri ile Egepol Mobil sağlık Hizmetlerine ilişkin projelerin hayata geçirilmesi için kullanılması amaçlanmaktadır.

- **Yeni ünitelerin oluşturulması**

Halka arzdan elde edilecek gelirin %5-15'inin Nükleer Tıp, Radyasyon Onkolojisi, Tüp Bebek ve Onkoloji gibi yeni ünitelerin oluşturulması için harcanması öngörülmektedir.

- **Egepol International Hastanesi işletme sermayesi**

Halka arzdan elde edilecek gelirin %10-20'sinin 2021 yılı sonunda hizmet vermeye başlayacağı öngörülen Egepol International'ın işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması için kullanılması hedeflenmektedir.

- **Sağlık turizmi faaliyetlerine başlanması**

Halka arzdan elde edilecek gelirin %5-10'unun sağlık turizmi faaliyetlerine başlanması için gereken kaynağın sağlanması için kullanılması amaçlanmaktadır.

## 6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Tacirler Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemi ve çarpan analizi yöntemi kullanılmıştır. Hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında İNA analizine %50, çarpan analizine %50 ağırlık verilmiştir.

### 6.1. İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

İNA analizinde projeksiyon dönemi 2021-2026 yıllarını kapsamaktadır. Egepol hastanesinde 2020 yılında 76 doktor bulunuyorken, bu sayının 2021 yılında Egepol International Cerrahi'nin devreye girmesi ile 86'ya çıkması beklenmektedir. Projeksiyon dönemi içerisinde ise şirketin sahip olduğu 136 doktor kadrosunun tamamının devreye alınması planlanmaktadır. Ayaktan hasta sayısı hesaplanırken her doktorun günde 16 hasta baktığı varsayılmıştır. Bu çerçevede doktor sayısındaki artışa paralel olarak hasta sayılarının da 2021 yılından 2026 yılına kadar %12,6 oranında artarak 652.800'e çıkacağı öngörülmektedir. Diğer taraftan, 2020 yılında 225 olan yatak sayısının 2022 yılında 290'a çıkması beklenmektedir. Sonraki yıllarda ise tam kapasiteye ulaşarak 325 yatak sayısına ulaşılması hedeflenmektedir. Yıl içerisinde yatak sayısındaki artışa bağlı olarak yatan hasta sayısında da artış bekleniyor. Yatak doluluk oranının ise 2021 yılında %71 seviyesinde olması ve sonraki yıllarda %80

seviyesine kadar yükselmesi hedeflenmektedir. Egepol Cerrahi ve Egepol International hastanelerinin devreye girmesi ile ayaktan ve yatan hasta sayısında yaşanacak artış sayesinde 2021 yılında yıllık %84 artışla 208.4 milyon TL satış geliri hedeflenmektedir. Bu rakamın projeksiyon dönemi içerisinde artarak 2026 yılında 660.3 milyon TL'ye ulaşması planlanmaktadır.

2021-2026 yılları için FAVÖK YBBO %38,2 hesaplanmıştır. 2021 yılında 42.2 milyon TL yatırım harcaması planlanmakta olup, sonraki yıllarda ortalama 24 milyon TL kadar yatırım harcaması öngörülmektedir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesabı yapılırken, risksiz faiz oranı olarak 5 yıllık devlet tahvillerinin son 30 günlük ortalama getirisi dikkate alınarak %18,4 alınmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca risk primi %5,5 olarak sabit tutulmuştur. Beta değeri 1,0 olarak alınmıştır. Borçlanma maliyeti, yıllar itibarıyla piyasa ortalama borçlanma tutarına %3 oranında risk primi eklenerek hesaplanmıştır. Vergi oranı 2021 yılı için %23, 2022 yılı için %21, sonraki yılları için %18 alınmıştır. Vergi avantajının 2025 yılından sonra kaldırılması ile vergi oranına %20 ile devam edilmiştir. Projeksiyon dönemi sonrası için ise Türkiye'nin uzun vadeli büyüme oranına paralel olarak %5 artırı büyüme oranı alınmıştır. Bu varsayımlar ışığında AOSM, 2021 yılı için %21,2, 2022 yılı için %21,9, 2023 yılı için %22,6, 2024 yılı için %22,8, 2025 yılı için %23 ve 2026 yılı için %23,1 hesaplanmıştır.

İndirgenmiş nakit akımı yöntemine göre 814 milyon TL hedef değer hesaplanmıştır.

## 6.2. Yurtiçi Çarpan Analizi Yöntemi

Çarpan analizi yönteminde Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanları kullanılmıştır. Şirketin en son açıklanan 2021/3 aylık bilanço ve gelir tablosu mali kalemleri yıllıklandırılmış olarak değerlemeye konu edilmiştir. Borsa İstanbul'da hastane olarak faaliyet gösteren iki şirket olan Lokman Hekim ve MLP Sağlık hizmetleri her ne kadar birebir benzer şirket olsalar da sağlık sektöründe faaliyet gösteren diğer şirketler de dikkate alınmıştır. Çarpan analizinde kullanılan çarpanlara %50 ağırlık verilmiş olup, medyan değerler dikkate alınmıştır.

Çarpan analizi yöntemine göre 366.4 milyon TL hedef değer hesaplanmıştır.

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

Kaynak: Nasmed Özel Sağlık İzahname



## Sonuç

Sonuç olarak indirgenmiş nakit akımına %50, çarpan analizine %50 pay verilerek halka arz öncesi 590.2 milyon TL hedef değer hesaplanmıştır. Bulunan hedef değere %15 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 5,0 TL hedef fiyat belirlenmiştir.

Değerleme Sonucu (TL)	INA Analizi	Piyasa Çarpanları Analizi
<b>Özsermaye Değeri</b>	<b>814.029.294</b>	<b>366.354.427</b>
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		15,00%
<b>Halka Arz İskontosu Sonrası Özsermaye Değeri</b>		<b>500.000.000</b>
Pay Başına Değer		5,00

Kaynak: Nasmed Özel Sağlık İzahname

İNA Analizi (bin TL)	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	114.565	208.454	323.917	458.926	553.367	605.330	660.294
FAVÖK	41.635	77.997	133.428	197.238	242.049	265.273	289.649
Vergi (-)	439	9.531	26.542	35.324	43.731	47.787	52.027
Yatırımlar	24.651	42.200	28.678	20.720	22.216	23.545	25.429
Net İşletme Sermayesi Değişimi	639	2.578	-3.414	41.012	9.421	5.137	5.413
<i>TFRS 16 Düzeltmesi</i>		2.738	3.203	3.687	4.110	4.490	4.849
Serberst Nakit Akımları	16.784	20.950	78.419	96.494	162.572	184.131	2.019.321
<i>İskonto oranı</i>		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 (-)							-2.213
Ortaklara Borçlar (-)							21.300
Hedef Özsermaye Değeri							814.029

Kaynak: Nasmed Özel Sağlık İzahname



## 7. GÖRÜŞ

Tacirler Yatırım tarafından Nasmed Özel Sağlık Hizmetleri için hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz.

Nasmed için yapılan değerlendirme çalışmasında “İndirgenmiş Nakit Akımları” ve “Piyasa Çarpanları Yöntemi” kullanılmıştır. Çarpan analizi yapılırken yurtiçi benzer şirketlerin yanında yurtdışı benzer şirketlerinde değerlemede kullanılmasını tercih ederdik.

Yurtiçi benzer şirketlerin medyan çarpanları hesaplanırken uç değerler elimine edilmemiş. 50,10 F/K, ve 25,35 FD/FAVÖK çarpanıyla işlem gören Türk İlaç ve Serum ile 64,63 F/K ile işlem gören MLP Sağlık Hizmetleri'ne ait çarpanların elimine edilmesinin daha doğru olacağı görüşündeyiz.

Egepol International Hastanesi'nin 2021 yıl sonunda planlanan açılışının gecikmesi durumunda, ileriye dönük projekte edilen ayakta hasta ve yatan hasta gelirleri hedeflerinde de gecikmelerin olması dikkate alınmalıdır. Diğer taraftan, 2021 yılı için %37,4 öngörülen FAVÖK marjı beklentisi, 2023 yılı ve sonrası için %43-44 aralığına yükselmektedir. Hedeflenen satış geliri ve FAVÖK marjına ulaşamaması durumunda, hesaplanan özsermaye değeri üzerinde aşağı yönlü risk oluşabileceği düşüncesindeyiz.

Değerleme yöntemi olarak İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Yöntemi'ne sırasıyla %50 ve %50 ağırlık verilmesini uygun karşılıyoruz.

Halka arzda kullanılan %15 iskontonun daha yüksek olmasını beklerdik.

İndirgenmiş Nakit Akımı analizinde kullanılan Beta ve risksiz faiz oranının yeterli ve makul olduğunu düşünüyoruz.

Yukarıda belirtilen çekincelerimiz dışında Nasmed Özel Sağlık Hizmetleri halka arzı için hesaplanan 5,00 TL halka arz fiyatının makul olduğu görüşündeyiz.

**Yasal Uyarı Notu:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

**Çekince:** Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.