2022

TINAZTEPE

Tapdi Oksijen Özel Sağlık ve Eğitim Hizmetleri Sanayi Ticaret Anonim Şirketi

FİYAT TESPİT RAPORU
PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

9 Aralık 2022

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

PİRAMİT
MENKUL KIYMETLER A.Ş.

İçindekiler

KISALTMA VE TANIMLAR 3

1. Rapor Özeti 7
   - 1.1. Raporun Amacı 7
   - 1.2. Etik İlkeler 7
   - 1.3. Sınırlayıcı Şartlar 8
   - 1.4. Değerleme Çalışmasında Dikkate Alınan Varsayımlar 8
   - 1.5. Sorumluluk Beyanı 9
   - 1.6. Yönetici Özeti 11
2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler 12
   - 2.1. Genel Bilgiler 12
   - 2.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı 13
   - 2.3. İhraççı faaliyetlerinin gelişiminde önemli olaylar 13
   - 2.4. Şirket'in Faaliyetleri 14
     - 2.4.1. Hastane Hizmetleri 15
     - 2.4.2. Ruhsat ve İzin/Yetki Belgeleri 17
     - 2.4.3. Akreditasyonlar 18
     - 2.4.4. Hastaneler bazında tıbbi uzmanlık dalları 18
     - 2.4.5. Büyüme stratejisi 20
     - 2.4.6. Faaliyetlerden elde edilen gelirlerin dağılımı 21
3. Sağlık Sektörü Hakkında Bilgiler 24
   - 3.1. Küresel Sağlık Sektörü ve Türkiye'nin Yeri 24
   - 3.2. Dünyada Sağlık Sektörü Yatırımları ve Türkiye 26
   - 3.3. OECD Kişi Başına Sağlık Harcamaları ve Türkiye 27
   - 3.4. Sağlık Sektörü COVID-19 Salgını ile Olumlu Ayrışmaktadır 28
   - 3.5. En Ucuz Sağlık Hizmeti Türkiye'de 28
   - 3.6. OECD Hastane Fiyat Endeksleri ve Türkiye 29
   - 3.7. Ülkelerin Sağlık Harcamaları İle Milli Gelir Karşılaştırması 29
   - 3.8. Türkiye'de Sağlık Sektörü 30
   - 3.9. Türkiye'de Kişi Başına Sağlık Harcaması Eğilimi 32
     - 3.9.1. Devlet Sağlık Harcamalarının Tarihsel Seyri 34
     - 3.9.2. Özel Sektör Sağlık Harcamalarının Tarihsel Seyri 36
   - 3.10. COVID-19 Salgınının Sağlık Sektörüne Etkileri 39
   - 3.11. Özel Hastanelerin Vakıf Üniversiteleri ile İşbirliği (Afiliasyon) 41
   - 3.12. Türkiye'de Sağlık Sektörü GZFT (SWOT) Analizi 43

PİYANİST MENKUL [illegible] A.Ş.

4. Geçmiş Dönem Mali tablolar ve Önemli Finansal Bilgiler 45
4.1. Bilanço 45
4.2. Gelir Tablosu 51
4.3. Net Finansal Borç 54
4.4. Net İşletme Sermayesi 54
4.5. Maddi Duran Varlıklar 55
5. Değerleme 57
5.1. Değerleme Yöntemleri 57
5.1.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Metodolojisi 58
5.1.2. Çarpan Analizi Metodolojisi 58
5.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi 59
5.2.1. Gelir Tablosu Projeksiyonları 59
5.2.2. Net İşletme Sermayesi Projeksiyonu 62
5.2.3. Yatırım Harcamaları Projeksiyonu ve Amortismanlar 63
5.2.4. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti 64
5.2.5. İNA Değerleme Tablosu 65
5.3. Çarpan Analizi 65
5.3.1. Yurt dışı Benzer Şirketler Çarpanları 66
5.3.2. Yurt dışı Tamamlanmış Şirket Satın Alma ve Birleşme İşlemleri (M&A) 70
5.3.3. Yurt içi Benzer Şirket Çarpanları 72
5.3.4. Ana Pazar Çarpanları 73
5.4. Değerleme Sonucu 74

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

KISALTMA VE TANIMLAR

Kısaltmalar	Tanımı
AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları	Amerika Birleşik Devletleri'nin resmi para birimi
A.Ş.	Anonim Şirket
Avro / Euro	Avrupa Birliği'nin, Avrupa Ekonomik ve Parasal Birliği'ne ilişkin mevzuatı kapsamında, "Euro" resmi para birimi olarak kabul eden Avrupa Birliği ülkelerinin resmi para birimi
Av.	Avukat
BEGOS	İzmir Buca Ege Giyim Organize Sanayi Bölgesi
BİST, Borsa, Borsa İstanbul	Borsa İstanbul A.Ş.
BSMV	Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi
Çalışma Bakanlığı	T.C. Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı
ÇED	Çevresel Etki Değerlendirmesi
Çevre Bakanlığı	T.C. Çevre, Şehircilik ve İklim Değişikliği Bakanlığı
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senetleri
Doktor	Tıp doktoru
DSÖ	Dünya Sağlık Örgütü
EASA	Avrupa Havacılık Emniyeti Ajansı
Emek Değerleme	Emek Taşınmaz Değerleme ve Danışmanlık A.Ş.
E-OBF	E-olay bildirim formu
FAVÖK	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar
GSS Kanunu	5510 Sayılı Sosyal Sigortalar ve Genel Sağlık Sigortası Kanunu
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
GVK	193 Sayılı Gelir Vergisi Kanunu
ISIN	Uluslararası Menkul Kıymet Tanımlama Numarası
ISO	Uluslararası Standartlar Teşkilatı
ISQua	Uluslararası Sağlık Hizmetleri Kalite

PRATİK MENKUL KIYMETLER A.Ş.

	Topluluğu
İçişleri Bakanlığı	T.C. İçişleri Bakanlığı
İş Kanunu	4857 Sayılı İş Kanunu
İşyeri Açma ve Çalışma Ruhsatlarına İlişkin Yönetmelik	10 Ağustos 2005 tarihli ve 25902 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan İşyeri Açma ve Çalışma Ruhsatlarına İlişkin Yönetmelik
İZTÜ	İzmir Tınaztepe Üniversitesi
JCI	Joint Commission International Akreditasyon Standartları
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
Karşıyaka Değerleme	Karşıyaka Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş.
KDV	Katma Değer Vergisi
Kişisel Sağlık Verileri Yönetmeliği	21 Haziran 2019 tarihli ve 30808 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Kişisel Sağlık Verileri Hakkında Yönetmelik
Kordon Kanı Yönetmeliği	5 Temmuz 2005 tarihli ve 25866 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Kordon Kanı Bankacılığı Yönetmeliği
Kurul, SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
KVC	Kalp ve Damar Cerrahisi
KVK	5520 Sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu
KVKK	Kişisel Verileri Koruma Kurumu
Ltd. Şti.	Limited Şirketi
MEDULA	Hastanın muayenesi kapsamındaki tetkikler ile hastaya sunulan diğer hizmetlerin ücretlendirilmesi ile ilgili bilgilerin internet ortamında paylaşıldığı SGK sistemi
MKK	Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.
OECD	Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
Organ ve Doku Nakli Hizmetleri Yönetmeliği	1 Şubat 2012 tarihli ve 28191 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Organ ve Doku Nakli Hizmetleri Yönetmeliği
Özel Hastane Açılış Ruhsatı	Özel Hastaneler Yönetmeliği kapsamında özel hastanelerin faaliyetlerini sürdürmek için almaları gereken Sağlık Bakanlığı tarafından verilen ruhsat
Özel Hastane Faaliyet İzin Belgesi	Özel Hastaneler Yönetmeliği kapsamında özel hastanelerin faaliyetlerini sürdürmek için almaları gereken İl Müdürlüklerinin

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

	verdiği faaliyet izin belgesi
Özel Hastaneler Yönetmeliği	27 Mart 2002 tarihli ve 24708 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Özel Hastaneler Yönetmeliği
Pay Tebliği	22 Haziran 2013 tarihli ve 28685 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan VII-128.1 sayılı Pay Tebliği
Piramit Menkul	Piramit Menkul Kıymetler A.Ş.
SAGP	Satın Alma Gücü Paritesi
Sağlık Bakanlığı	T.C. Sağlık Bakanlığı
SGK	T.C. Sosyal Güvenlik Kurumu
SGK Sözleşmeleri	SGK ve özel sağlık hizmeti sunucuları arasında genel sağlık sigortalılara verilecek sağlık hizmetleri ücretlerinin belli bölümünün SGK tarafından karşılanmasına ilişkin imzalanan Sosyal Güvenlik Kurumu Özel Sağlık Hizmeti Sunucularından Sağlık Hizmeti Satın Alım Sözleşmesi
SGK Sözleşmeleri Yönetmeliği	26 Mart 2016 tarihli ve 29665 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Sosyal Güvenlik Kurumu Sağlık Hizmeti Satın Alım Sözleşmelerinin/Protokollerinin Hazırlanması ve Akdedilmesine İlişkin Yönetmelik
Sigortacılık Kanunu	5684 Sayılı Sigortacılık Kanunu
SMMM	Serbest Muhasebeci Mali Müşavir
SPKn	Sermaye Piyasası Kanunu
SUAM	Sağlık Uygulama ve Araştırma Merkezi
SUT	Sağlık Uygulama Tebliği
Şirket veya İhraççı	Tapdi Oksijen Özel Sağlık ve Eğitim Hizmetleri Sanayi Ticaret A.Ş.
Takasbank	İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş.
Tapdi	Türkiye Aile Planlaması Derneği İktisadi İşletmesi
T.C.	Türkiye Cumhuriyeti
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
Tıbbi Cihaz Yönetmeliği	7 Haziran 2011 tarihli ve 27957 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Tıbbi Cihaz Yönetmeliği

Tıp Merkezleri Yönetmeliği	15 Şubat 2008 tarihli ve 26788 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Ayakta Teşhis ve Tedavi Yapılan Özel Sağlık Kuruluşları Hakkında Yönetmelik
TL	Türk Lirası
TMS	Türkiye Muhasebe Standartları
TOBB	Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
TSE	Türk Standartları Enstitüsü
TTK	6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu
TTSG	Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
TÜRMOB	Türkiye Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler ve Yeminli Mali Müşavirler Odaları Birliği
ÜYTEM	Üremeye Yardımcı Tedavi Edici Merkez
VUK	Vergi Usul Kanunu
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı
YÖK	Yükseköğretim Kurulu

1. Rapor Özeti

1.1. Raporun Amacı

Bu rapor, Tapdi Oksijen Özel Sağlık ve Eğitim Hizmetleri Sanayi Ticaret A.Ş. ("İhraççı" veya "Şirket") ile Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. ("Piramit Menkul") arasında 31 Ocak 2022 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i ve Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

1.2. Etik İlkeler

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerleme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı" Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'i ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan değerleme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme hizmeti, ilgili mevzuatlar çerçevesinde gerekli lisans belgelerine sahip değerleme uzmanları tarafından Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları doğrultusunda yerine getirilmiştir.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Gerçekleşme ihtimali bulunmayan varsayımsal durumlar hakkında rapor istenen görevler kabul edilmemiştir.
- Müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket edilmiştir.
- Görev, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerleme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler Şirket, HSY Danışmanlık ve Bağımsız Denetim AŞ. tarafından 30 Eylül 2022, 2021 ve 31 Aralık 2021, 2020, 2019 tarihli hazırlanan bağımsız denetim raporu ve kamuya açık kaynaklardan edinilen bilgilerden

oluşmaktadır.

- Piramit Menkul, değerlemede kullanılan analiz verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır.

1.3. Sınırlayıcı Şartlar

Değerlememizde kullanılan veriler, Şirket adına HSY Danışmanlık ve Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından 30 Eylül 2022, 2021 ve 31 Aralık 2021, 2020, 2019 tarihli hazırlanan bağımsız denetim raporu, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, hukukçu raporu, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgiler ve Piramit Menkul'ün analizlerine dayanmaktadır.

Piramit Menkul değerleme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere Piramit Menkul'e sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış, bu bilgilerin güvenilirliği ve doğruluğu teyit edilmemiştir.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği ve Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.

Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin onayı ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel bir durum tespit çalışması yapılmamıştır.

Farklı tarihlerdeki finansal veriler, değerleme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

1.4. Değerleme Çalışmasında Dikkate Alınan Varsayımlar

10/02/2022 tarih ve 31746 sayılı Resmî Gazetede yayınlanan sağlık hizmet sunucularının basamaklandırılmasına dair Sağlık Bakanlığı yönetmeliği "üçüncü basamak sağlık hizmet sunucuları" başlıklı 7. maddesinin 3.4,5,6 ve 7. bentleri 3. basamak sağlık kurumlarına diğer alt basamak sağlık kurumlarına verilmeyen birçok olanağı beraberinde getirmekte ise de geçici 1. maddesi mevcut ve afiliye olacak sağlık kurumlarının 3. basamak sağlık kurumu olmasının önünü de tıkamıştı. Bu nedenle, mevcut ve afiliye olacak sağlık kurumları da bu handikabı ruhsatlarını üniversitelere devrederek aşmakta idi.

Ancak, Danıştay 10. Dairesinin 05/07/2022 tarihli 2022/4026 esas numaralı 10/02/2022 tarih ve 31746 sayılı resmî gazetede yayınlanan sağlık hizmet sunucularının basamaklandırılmasına dair yönetmeliğin geçici 1. maddesinin yürütmesini durdurmuştur.

Müteakiben, Sağlık Bakanlığı da Danıştay'ın kararına paralel 30/07/2022 tarih ve 31908 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan "sağlık hizmet sunucularının basamaklandırılmasına dair yönetmelikte değişiklik yapılmasına dair yönetmelik" ile birlikte yürütmesi durdurulan geçici 1. maddeyi tadil etmiş ve sağlık kurumlarının ruhsatlarını üniversitelere devretmek

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

zorunda kalma handikabını ortadan kaldırmıştır.

Dolayısıyla, bu gelişmeler ile birlikte 31/05/2022 tarih ve 2022/14 nolu Şirket yönetim kurulu kararının 1. maddesindeki "Özel Tınaztepe Hastanesi ve Özel Tınaztepe Galen Hastanelerinin İzmir Tınaztepe Üniversitesi (İZTÜ) Sağlık Uygulama ve Araştırma Merkezi'ne (SUAM) gayrimenkul dahil **tüm sabit kıymetleri ve tüm çalışanları ile birlikte 5 yıl süreyle kiraya verilmesi**" ve 2. maddesindeki **"Özel Tınaztepe Hastanesi ile Özel Tınaztepe Galen Hastanesine ait hastane ruhsatlarının kiralama süresi boyunca SUAM adına bedelsiz olarak devredilmesi"** hükmünün tümden çıkarılması da dahil tüm yönetim kurulu kararının tadil edilmesi gereği de doğmuş ve yeni bir yönetim kurulu kararı alınmıştır.

Üniversite hastanesi olmak yönünde Özel Tınaztepe Hastanesi ve Özel Tınaztepe Galen Hastanesi için 24.05.2022 tarih ve 7282 sayılı yazı ile YÖK'e afiliasyon başvurusu yapılmış olup 06.10.2022 tarihli YÖK Genel Kurulu'nda afiliasyon başvurusu onaylanmıştır.

Şirket tarafından 15.08.2022 tarih ve 2022/016 sayılı yönetim kurulu kararı ile Özel Tınaztepe Hastanesi ile Özel Tınaztepe Galen Hastanesinin İzmir Tınaztepe Üniversitesi (İZTÜ) ile afiliasyon/iş birliğine,

1. Özel Tınaztepe Hastanesi ile Özel Tınaztepe Galen Hastanesi, 17.05.2017 tarihli "Vakıf Üniversiteleri ile Özel Hastanelerin İşbirliğine İlişkin Usul ve Esaslar" ve 22.06.2017 YÖK Genel Kurulu kararı uyarınca hazırlanmış olan 24.05.2022 tarihli protokolün YÖK ve Sağlık Bakanlığı onayını takiben 1 ay içinde Özel Tınaztepe Hastanesi ve Özel Tınaztepe Galen Hastanelerinin İzmir Tınaztepe Üniversitesi (İZTÜ) Sağlık Uygulama ve Araştırma Merkezi'ne (SUAM) olarak hizmet vermeye başlanması,

2. Afiliasyon/iş birliği çerçevesinde, iş birliğine konu hastanelerin ruhsat devri yapılmaması, işletme ve personel sorumluluğunun Şirketimizde olmasından dolayı SUAM 'a söz konusu hastanelerin KDV hariç net cirosu üzerinden %1'i oranında pay verilmesine,

3. Şirket ile SUAM arasında imzalanacak protokolde asgari yukarıdaki hususların yer almasına,

oy birliği ile karar verilmiştir.

1.5. Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun

bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikle bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Değerleme Proje Ekibi

Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. Kurumsal Finansman Bölümü işbu raporu hazırlayabilmek için gerekli ehliyet ve tecrübeye sahiptir.

Uğur Konuk, Kurumsal Finansman Müdürü olarak Piramit Menkul Kıymetler A.Ş'de görev yapmaktadır. Uğur Konuk'un sermaye piyasalarında araştırma, kurumsal finansman, fon yönetimi ve portföy yönetimi olmak üzere 25 yıllık deneyimi bulunmaktadır. Değerleme çalışması Uğur Konuk tarafından yürütülmüştür. (SPL Düzey 3 - Belge No. 208930)

Engin Kurun, Kurumsal Finansman Koordinatörü olarak Piramit Menkul Kıymetler A.Ş.'de görev yapmaktadır. Prof. Dr. Engin Kurun Yatırımlar ve Portföy Yönetimi, Finansal Risk Yönetimi, Uluslararası Finans, Kurumsal Finansman alanlarında birçok farklı şirket ve projede çalışmış olup aynı zamanda öğretim üyesi olarak kurumsal finansman dersleri vermektedir. (SPL Düzey 3 – Belge No. 205436)

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere Piramit Menkul'e sunulan Şirket'in satış, maliyet ve karlılık projeksiyonları ile hastaneler bazında (ayaktan/günübirlik/yatan) hasılat, hasta sayıları, hasta başına harcama, tıbbi bölümlere göre hasılat vb. bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, Piramit Menkul elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını taahhüt edememektedir. Şirket'ten alınan geleceğe dönük projeksiyonlar geçmişteki eğilimler ve dönemsel gerçekleşmeler ile karşılaştırılmış, özellikle maliyet kalemlerinde Şirket'in projeksiyonları Piramit Menkul tarafından yukarı yönlü revize edilerek dikkate alınmıştır. Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotları) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği ve Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır. Ayrıca, Şirket'in yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek, alışılagelen personel dönüşümü dışında olumsuz önemli bir değişimin olmayacağı varsayılmıştır.

Ayrıca, Şirket tarafından sağlanan veya Piramit Menkul tarafından geçmiş yılların finansal performansına ilişkin Şirket yönetimi ile görüşülerek yapılan analizler neticesindeki tüm tahminler (projeksiyon verileri) Piramit Menkul değerleme ekibinin sorgusundan geçmiştir.

Bu sorgulama neticesinde en iyi gayret ile oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmekle birlikte tam olarak doğruluğu veya kesinliğini tespit etmek mümkün değildir. Şirket'in rekabet ettiği pazar ve ürüne ilişkin bağımsız bir kuruluş

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

tarafından gerçekleştirilmiş bir ticari inceleme raporu bulunmamaktadır. Dolayısıyla, verilen tahminleri bağımsız bir rapor ile kıyaslamak mümkün değildir.

Piramit Menkul olarak, Şirket'in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakâr bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir. Bu kapsamda projeksiyonların gerçekleştirilebilir olduğu yönünde kanaat getirilmiştir.

Şirket'in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde aşağıdaki üç temel yöntem kullanılmıştır.

1. Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi
2. Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi
3. Benzer İşlemler (satın alma birleşme işlemleri) Analizi

Değerleme metodolojileri sektörün ve Şirket'in spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiştir. Uluslararası kabul görmüş olan bu üç yöntemin Şirket'in değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatindeyiz.

1.6. Yönetici Özeti

Değerleme rapor bilgileri aşağıda yer almaktadır.

RAPOR BİLGİLERİ	
Rapor Tarihi ve Sayısı	9 Aralık 2022 / KFD - 2022/02
Değerlemeyi Yapan Şirketin Unvanı	Piramit Menkul Kıymetler A.Ş.
Değerlemeyi Yapan Şirketin Adresi	Gümüşsuyu Mah. İnönü Cad. Işık Apt. No:53 D:9-10 Taksim-Beyoğlu/İSTANBUL
Değerlemeyi Yapan Personel	B. Uğur Konuk (SPL Sicil No. 2046-Belge No: 208930)
Raporu Talep Eden	Tapdi Oksijen Özel Sağlık ve Eğitim Hizmetleri Sanayi Ticaret A.Ş.
Değerlemeye Konu Şirket	Tapdi Oksijen Özel Sağlık ve Eğitim Hizmetleri Sanayi Ticaret A.Ş.
Ticaret Sicil No	115784-K-9651
İş Adresi	Koşuyolu Caddesi 506 Sokak. No:2 Şirinyer İZMİR
Değerlemeyi Yapan Şirketin Değerlenen Varlık ile İlişkisi	Piramit Menkul Kıymetler A.Ş.'nin değerlemesi yapılan şirket ile iş ilişkisi bulunmamaktadır.
Değerleme Sözleşmesi Tarihi	31 Ocak 2022

Değerleme çalışmasında fiyat tespiti için Piyasa Çarpanları Analizi, İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi ve Benzer İşlemler yöntemleri kullanılmıştır. Değerleme metodolojileri sektörün ve şirketin spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiştir. Çarpan Analizinde FD/FAVÖK, F/K, FD/Satışlar, PD/DD çarpanlarının tamamı kullanılmış olup, tüm çarpanlara eşit ağırlık verilmiştir. Çarpan analizinde kullanılmak üzere yurt içi ve yurt dışında ağırlıklı olarak gelişmekte olan ülke borsalarında benzer ölçekli ve benzer nitelikli şirketler seçilmiş ve ayrıca daha geniş bir temsil açısından 2021 yılında yurt dışında gerçekleşen 25 milyon USD üzerindeki birleşme ve satın alma işlemlerine konu şirket çarpanları da değerleme çalışmasında kullanılmıştır.

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Değerleme yöntemlerinin şirketin özelliklerine uygun, güvenilir, adil ve makul olduğu kanaatindeyiz.

Şirket'in değerlemesinde İNA ve Çarpan Analizleri eşit ağırlıklandırılmış olup, 1.405.838.410 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Çıkarılmış sermayesi 100.000.000 TL olan Şirket'in halka arz pay başına değeri 14,06 TL olarak hesaplanmıştır. %27,37 halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 1.021.060.437 TL, pay başına değer ise 10,21 TL olarak hesaplanmıştır.

Tamamı sermaye artırımı yoluyla halka arz edilecek nominal payların toplamı 28.000.000 TL'dir. Buna göre, halka arzın büyüklüğü 285.880.000 TL olup, halka açıklık oranı %21,875 olarak hesaplanmıştır.

Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesi 128,000,000 TL, özsermaye değeri ise 1.306.880.000 TL'ye ulaşması beklenmektedir.

Değerleme özet tablosu ve halka arz bilgileri aşağıdaki gibidir:

(Milyon TL)	Piyasa Değeri	Ağırlık	Sonuç
İNA	1.314 ₺	%50	657 ₺
Yurt içi Çarpanlar	1.475 ₺	%25	369 ₺
Yurt dışı Çarpanlar	1.520 ₺	%25	380 ₺
Halka Arz Öncesi Şirket Değeri			**1.406 ₺**
Pay Fiyatı			**14,06 ₺**
%27,37 iskonto			**385 ₺**
Halka Arz Öncesi İskontolu Şirket Değeri			**1.021 ₺**
İskontolu Pay Fiyatı			**10,21 ₺**
Halka Arz Bilgileri			
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (Milyon TL)			1.406 ₺
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye (Milyon TL)			100 ₺
Pay Fiyatı			14,06 ₺
Halka Arz İskontosu			%27,37
Halka Arz Öncesi İskontolu Özsermaye Değeri (Milyon TL)			1.021 ₺
İskontolu Pay Fiyatı			10,21 ₺
Sermaye Artırım Oranı			%28
Halka Arz Edilecek Pay Adedi (Milyon)			28
Halka Arz Büyüklüğü (Milyon TL)			286 ₺
Halka Arz Sonrası Özsermaye Değeri (Milyon TL)			1.307 ₺
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye (Milyon TL)			128 ₺
Halka Açıklık Oranı			%21,875

2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler

2.1. Genel Bilgiler

2001 yılında Türkiye Aile Planlaması Derneği İktisadi teşebbüsü olarak İzmir'de kurulan Şirket, 2.100 m^2 kapalı alanda Buca Tıp Merkezi unvanıyla faaliyetlerine başlamıştır. 05.10.2004 tarihinde İzmir Ticaret Sicil Memurluğu nezdinde 115784-K-9651 ticaret sicil numarası ile anonim şirket olarak yeniden yapılandırılmıştır. Ticaret unvanı Tapdi Oksijen Özel Sağlık ve Eğitim Hizmetleri Sanayi Ticaret Anonim Şirketi'dir. Faaliyetlerini "Koşuyolu Caddesi 506 Sokak No:2 Şirinyer/Buca İZMİR" merkez adresinde sürdürmektedir.

Şirket, İzmir'de, bünyesinde bulundurduğu bir tıp merkezi ve iki adet tam teşekküllü hastanesi ile faaliyetlerini sürdürmektedir. Şirket'in toplam hastane yatak kapasitesi 248 adettir.

30.09.2022 itibarıyla 705 kadrolu ve 191 alt işveren/taşeron vb. statüde toplam 896 çalışanı bulunmaktadır.

2.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Ortağın Adı	Halka arz öncesi		Halka arz sonrası	
	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı
Dr. Mehmet Bülent Nuri BEKTUR	59.022.950	%59,02	59.022.950	%46,11
Op. Dr. Hakan KOCAOĞLU	28.259.250	%28,26	28.259.250	%22,08
Op. Dr. Tamer KANOĞLU	7.668.475	%7,67	7.668.475	%5,99
Diğer	5.049.325	%5,05	5.049.325	%3,94
Halka arz edilecek paylar			28.000.000	%21,88
Toplam	**100.000.000**	**%100,00**	**128.000.000**	**%100,00**

Kaynak: Şirket'in 30.09.2022 tarihli Bağımsız Denetim Raporu

2.3. İhraççı faaliyetlerinin gelişiminde önemli olaylar

- 2001 yılında Türkiye Aile Planlaması Derneği İktisadi teşebbüsü olarak İzmir'de kurulan Şirket, 2.100 m^2 kapalı alanda Buca Tıp Merkezi unvanıyla faaliyetlerine başlamıştır. İlgili yılda Emekli Sandığı ile anlaşma sağlayarak İzmir'de bunu gerçekleştiren ilk özel sağlık kuruluşu olmuştur.
- 2004 yılında anonim şirket olarak yeniden yapılandırılmıştır.
- 2007 yılında SGK anlaşması imzalanmıştır.
- 2009 yılında Tınaztepe Hastanesi'nin izni alınmış ve inşaatına başlanmıştır. İlgili yılda Buca Tıp Merkezi'nde havacılık branşı açılmıştır.
- 2010 yılı Kasım ayında Tınaztepe Hastanesi faaliyete başlamıştır. Söz konusu dönemde gemi adamları branşı açma izni alınmıştır.
- 2011 yılında Buca Çözüm Özel Sağlık Hizmetleri Merkezi Tic. A.Ş. ve Gökmavi İnşaat ve Lojistik Hizmetleri Tic. A.Ş. devralınmıştır.

- 2011 yılında grup şirketleri Tapdi Oksijen A.Ş. adı altında birleştirilmiştir.
- 2012 yılında ilk tüp bebek operasyonu gerçekleştirilmiştir.
- 2013 yılında 9 Eylül ve Georgia Üniversitesi ile bilgi paylaşımı üzerine protokol imzalanmıştır.
- 2015 yılında girişimsel radyoloji, pediatrik cerrahi ve endokrinoloji operasyonları başlamıştır. Söz konusu yılda yetişkin ve çocuk yoğun bakım ünitelerinde sırasıyla % 92,3 - % 95,8 doluluk oranı ile hizmet vermiştir.
- 2016 yılında Tınaztepe Hastanesi'nin yatak kapasitesi 111'e ulaşmıştır. İlgili yılda Bayraklı'da yer alan kalp damar cerrahisi, beyin cerrahisi, nükleer tıp, radyasyon onkolojisi/robotik radyoterapi, nöroşirurji, fizik tedavi/robotik yürütme gibi önemli branşlarda faaliyet gösteren Galen Hastanesi'nin inşaatına başlanmıştır.
- 2017 yılında Amerika Birleşik Devletleri akreditasyon kurulu JCI ile akreditasyon işlemleri tamamlanarak uluslararası sağlık turizmi akreditasyonu alınmıştır. Aynı yıl Buca Tıp Merkezi Evde Bakım Hizmetleri Birimi çalışma uygunluk belgesi ile faaliyete geçmiş, Buca Tıp Merkezi Gemi adamları Sağlık Raporlarını Düzenleme Yetki Belgesi ile faaliyetlerini genişletmiş ve Tınaztepe Hastanesi Havacılık Tıp Merkezi Yetki Belgesi almıştır.
- 2019 yılında Galen Hastanesi faaliyete başlamıştır.
- 2020 yılında Tınaztepe Hastanesi Branşlarına Nefroloji ve Göğüs Cerrahi branşları eklenmiş ve Galen Hastanesi Uluslararası Sağlık Turizmi Yetki Belgesi almıştır.
- 2020-2021 Eğitim Öğretim yılında Tınaztepe Üniversitesi %100 doluluk ve 469 Öğrenci ile eğitim öğretime başlamıştır.
- 2021 yılında Galen Hastanesinde İnme Merkezi kurulmuş ve Sağlık Bakanlığı tarafından Tınaztepe Hastanesi'nin mevcut kadrosuna ek olarak Tıbbı Biyokimya kadrosu verilmiştir. Aynı yıl Radyoterapi bölümünün yatırımı tamamlanmış ve 2022 Mart ayında hizmete açılmıştır.
- 2022 yılında Tınaztepe Hastanesi yatak sayısı 113'e artırılmıştır.
- 2022 yılında İzmir Tınaztepe Vakıf Üniversitesi ile Özel Tınaztepe Hastanesi ve Özel Tınaztepe Galen Hastanesi İşbirliğine ilişkin protokol imzalanmış olup, 6 Ekim 2022 tarihinde YÖK tarafından söz konusu işbirliği onaylanmıştır.

2.4. Şirket'in Faaliyetleri

Şirket, 2021 nüfus sayım verileri ile 518 bin nüfusu ile İzmir'in en kalabalık birinci ilçesi Buca'da 113 yataklı bir hastanesi, A tipi cerrahi branşlı, günübirlik 25 yatak kapasiteli Buca'da bir tıp merkezi ve İzmir'in nüfus olarak en kalabalık altıncı ilçesi Bayraklı'da toplam 200 fiziki yatak kapasitesine sahip 110 yataklı bir hastanesi ile; Acil Servis Hizmetleri, Ağız ve Diş Sağlığı, Aile Hekimliği Uzmanlığı, Anestezi ve Reanimasyon, Beslenme ve Diyetetik, Beyin ve Sinir Cerrahisi, Biyokimya, Çocuk Cerrahisi, Çocuk Sağlığı ve Hastalıkları, Dahiliye (İç Hastalıkları), Dermatoloji, Endokrinoloji, Enfeksiyon Hastalıkları, Klinik Mikrobiyoloji, Estetik, Plastik ve Rekonstrüktif Cerrahi, Fizik Tedavi ve Rehabilitasyon, Gastroenteroloji, Genel Cerrahi, Genel Yoğun Bakım, Girişimsel Radyoloji, Göğüs Cerrahisi, Göğüs Hastalıkları, Göz Hastalıkları, Kadın Hastalıkları ve Doğum, Kalp Damar Cerrahisi (KVC), Kardiyoloji, Kardiyoloji Yoğun Bakım, Kulak

GİRİŞİM GAYRİMENKUL YATIRIMLARI A.Ş.

Burun Boğaz, Mikrobiyoloji, Nefroloji, Nöroloji, Nükleer Tıp, Ortopedi ve Travmatoloji, Patoloji, Perinatoloji, Psikiyatri, Psikoloji, Radyoloji, Tıbbi Onkoloji, Üroloji, Yeni Doğan Yoğun Bakım, İnme Merkezi branşları ile faaliyet göstermektedir.

İhraççı, tıp merkezi ve hastanelerinin yanı sıra Havacılık Tıp Merkezi, Tüp Bebek Merkezi, Diyabetik ve Metabolik Hastalıklar Birimi, Estetik ve Güzellik Birimi, Zayıflama Birimi, Genetik Tanı Merkezi gibi özel birimleri ile de hizmet vermektedir.

2.4.1. Hastane Hizmetleri

Buca Tıp Merkezi

2001 yılının Ocak ayında İzmir Buca- Şirinyer semtinde ayaktan teşhis ve tedavi merkezi olarak hizmet vermeye başlamıştır. Sağlık hizmetlerini 8 Ekim 2003'te alınan İS0 9001-2000, 2 Temmuz 2010'da alınan İSO 9001:2008 Kalite Yönetim Belgesi ve 25 Ağustos 2011'de TSE-İSO 10002 Müşteri Memnuniyeti Yönetim Sistemi Belgesi ile sürdürmektedir.

Tıp merkezinde poliklinikler, havacılık ünitesi, acil servis, ameliyathaneler, gözlem odaları, radyoloji ünitesi, fizik tedavi ünitesi, gastroenteroloji ünitesi, biyokimya ve patoloji laboratuvarları mevcuttur. Bununla birlikte, Türkiye'deki tüm havacılık (uçuş) personeline "uçabilir" raporu vermeye yetkili olan "Havacılık Tıp Merkezi" ruhsatına sahiptir. Buca Tıp Merkezi'nin özel sigortalar ve Sosyal Güvenlik Kurumu ile anlaşmaları bulunmaktadır.



Özel Tınaztepe Hastanesi

İzmir'in Buca ilçesinde 9.795 m^2 alanda 7 katlı binasında 2010 yılında faaliyete başlamıştır. 5 KVC (Kalp ve Damar Cerrahisi), 4 koroner, 12 genel, 14 adet kuvöz-yenidoğan, 2 adet pandemi koroner yoğun bakım yatağı, 76 adet rutin hasta yatağı, 4 adet ameliyathane salonu, 1 adet doğumhane, 11 adet gözlem yatağı ile toplam 113 yatak kapasiteli olarak hizmet vermektedir.

Hastane hali hazırda Acil Servis Hizmetleri, Ağız ve Diş Sağlığı, Anestezi ve Reanimasyon, Beslenme ve Diyetetik, Beyin ve Sinir Cerrahisi, Çocuk Cerrahisi, Çocuk Sağlığı ve Hastalıkları, Dahiliye (İç Hastalıkları), Dermatoloji, Estetik, Plastik ve Rekonstrüktif Cerrahi, Fizik Tedavi ve Rehabilitasyon, Genel Cerrahi, Girişimsel Radyoloji, Göğüs Hastalıkları, Göz Hastalıkları, Kadın Hastalıkları ve Doğum,

TİRİLYE MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Kardiyoloji, Kardiyoloji Yoğun Bakım, Kulak Burun Boğaz, Mikrobiyoloji, Nöroloji, Ortopedi ve Travmatoloji, Psikiyatri, Psikoloji, Radyoloji, Tıbbi Onkoloji, Üroloji branşlarında faaliyet göstermektedir.

Özel sigortalar ve Sosyal Güvenlik Kurumu ile anlaşmalı olan bir özel hastane olarak sağlık hizmeti sunmaktadır. Özel Tınaztepe Hastanesi, hasta bakımı ve tedavisi, hasta değerlendirilmesi ve tesis güvenliği konularındaki uzmanlığı ile sağlık hizmetleri kalitesini geliştirme ve hasta güvenliği konusunda standartları tüm dünyadaki sağlık hizmetleri uzmanları tarafından geliştirilmiş ve dünyanın her bölgesinde test edilmiş Uluslararası Sağlık Hizmetleri Kalite Topluluğu (ISQua) tarafından kendi denetim süreci, kalitesi ve standartları akredite olmuş Joint Commission International (JCI) akreditasyonu ile belgelendirilmiş olup, sağlık hizmetini kaliteli ve uluslararası standartlarda sunmaktadır. Bununla birlikte Özel Tınaztepe Hastanesi'nin de, Şirket bünyesinde faaliyet gösteren Buca Tıp Merkezi gibi Havacılık Tıp Merkezi ruhsatı bulunmaktadır. Ayrıca Özel Tınaztepe Hastanesi Uluslararası Sağlık Turizmi Yetki Belgesi'ne sahip Ege Bölgesi'ndeki hastanelerden biri konumundadır. Aynı zamanda bünyesinde Tüp Bebek Merkezi de bulunmaktadır.



Özel Tınaztepe Galen Hastanesi

İzmir'in Bayraklı ilçesinde iç içe girmiş Bayraklı ve Bornova ilçelerinin tam ortasında, 2021 yılı nüfus sayım sonuçlarına göre 750 bin civarındaki nüfusu ile İzmir'in nüfus yoğunluğu en yüksek, aynı zamanda da gelir segmentinde orta üst gelir sınıfın yoğunlaştığı Manavkuyu bölgesinde 2019/Eylül ayında faaliyete geçen Galen hastanesi 9 kat ve 17.904 m^2 kapalı alanı ve toplam 200 fiziki yatak kapasitesi ile grubun en büyük hastanesidir. 6 ameliyathane, 3 doğumhane, 12 dahili/cerrahi yoğun bakım, 6 koroner yoğun bakım, 31 yeni doğan yoğun bakım, 10 pandemi erişkin yoğun bakım, 10 gözlem yatağı, 51 adet rutin hasta yatağı olmak üzere toplam 110 fiili yatak kapasitesi, 18 yataklı fizik tedavi ve rehabilitasyon merkezi, radyolojik görüntüleme merkezi, inme merkezi, endoskopi ünitesi ile hizmet vermektedir.

GMENKUL DEĞERLER A.Ş.

Hastane hali hazırda Acil Servis Hizmetleri, Ağız ve Diş Sağlığı, Anestezi ve Reanimasyon, Beslenme ve Diyetetik, Beyin ve Sinir Cerrahisi, Çocuk Cerrahisi, Çocuk Sağlığı ve Hastalıkları, Dahiliye (İç Hastalıkları), Dermatoloji, Estetik, Plastik ve Rekonstrüktif Cerrahi, Fizik Tedavi ve Rehabilitasyon, Genel Cerrahi, Girişimsel Radyoloji, Göğüs Hastalıkları, Göz Hastalıkları, Kadın Hastalıkları ve Doğum, Kardiyoloji, Kardiyoloji Yoğun Bakım, Kulak Burun Boğaz, Mikrobiyoloji, Nöroloji, Nükleer Tıp, Ortopedi ve Travmatoloji, Psikiyatri, Psikoloji, Radyoloji, Tıbbi Onkoloji, Üroloji branşlarında faaliyet göstermektedir.

Grup'un bu hastanesi, yeni ve gelişmekte olan, dolayısıyla hala faaliyetlerini genişletme aşamasındaki bir hastanedir. Bu bağlamda Nükleer Tıp birimi gerekli izinler alınarak 2021 yılının ilk çeyreği içerisinde faaliyetler kapsamına girmiştir. Nükleer tıp laboratuvarının 2021 cirosu 5,2 milyon TL ile toplam cirodan aldığı pay %1,71 seviyesine ulaşmıştır. Aynı zamanda Galen Hastanesi "Uluslararası Sağlık Turizmi Yetki Belgesi" sahibidir.



2.4.2. Ruhsat ve İzin/Yetki Belgeleri

Şirket'in faaliyetleri ile ilgili aldığı mevcut izin/yetki ve ruhsat bilgilerine aşağıdaki tabloda yer verilmiştir;

No	İzin, belge adı	İlgili Kuruluş	Belge no	Belge tarihi
1	İşyeri Açma ve Çalışma Ruhsatı	Begos İzmir Buca Ege Giyim Organize Sanayi Bölgesi	2013/322	29.04.2013
2	Özel Tınaztepe Bakım Merkezi Açılış İzin Belgesi	T.C. İzmir Valiliği Aile ve Politikalar İl Müdürlüğü	28449	01.06.2018
3	Tıp Merkezi Faaliyet İzin Belgesi (Özel Tapdi Buca Tıp Merkezi)	T.C. İzmir Valiliği İl Sağlık Müdürlüğü	141	12.07.2020 (Revizyon Onay: 25.09.2021)
4	Çalışma Uygunluk	T.C. İzmir	025	28.09.2017

	Belgesi (Özel Tapdi Buca Tıp Merkezi)	Valiliği İl Sağlık Müdürlüğü		
5	Özel Hastane Açılış Ruhsatı (Özel Tınaztepe Galen Hastanesi)	T.C. Sağlık Bakanlığı	680	05.07.2019 (Revizyon Onay: 21.02.2020)
6	Özel Hastane Faaliyet İzin Belgesi (Özel Tınaztepe Galen Hastanesi)	T.C. İzmir Valiliği İl Sağlık Müdürlüğü	680	07.08.2019 (Revizyon Onay: 22.12.2021)
7	Özel Hastane Açılış Ruhsatı (Özel Tınaztepe Hastanesi)	T.C. Sağlık Bakanlığı	474	22.09.2010 (Revizyon Onay: 27.04.2016)
8	Özel Hastane Faaliyet İzin Belgesi (Özel Tınaztepe Hastanesi)	T.C. İzmir Valiliği İl Sağlık Müdürlüğü	474	16.05.2011 (Revizyon Onay: 31.01.2022
9	Sağlık Turizmi Yetki Belgesi (Özel Tınaztepe Hastanesi)	Sağlık Turizmi Daire Başkanlığı	ST-0157	-
10	Sağlık Turizmi Yetki Belgesi (Özel Tınaztepe Galen Hastanesi)	Sağlık Turizmi Daire Başkanlığı	ST-0852	-
11	Havacılık Tıp Merkezi Yetki Belgesi (Tapdi Buca Tıp Merkezi)	Sivil Havacılık Genel Müdürlüğü	TR-AeMC-0011	21.03.2019 (Düzenleme) , 27.07.2009 (İlk Düzenleme)
12	Havacılık Tıp Merkezi Yetki Belgesi (Özel Tınaztepe Hastanesi)	Sivil Havacılık Genel Müdürlüğü	TR-AeMC-035	30.10.2019 (Düzenleme), 11.05.2017 (İlk Düzenleme)
13	Şirket'in Oda Sicil Kayıt ve Faaliyet Belgesi	İzmir Ticaret Odası Oda Sicil Müdürlüğü	99343	10.01.2022

Kaynak: Hukukçu Raporu

2.4.3. Akreditasyonlar

JCI, standartlar belirlemek ve söz konusu standartlara uyan tesislere akreditasyon ve sertifika sunmak suretiyle, uluslararası toplumun hasta güvenliğini ve sağlık hizmeti kalitesini iyileştirmeyi amaçlayan bir kuruluştur. JCI, Şirket hastanelerinden Tınaztepe Buca Hastanesi için akreditasyon vermiştir. Şirket'in stratejisi, sağlık turizmi açısından en yüksek potansiyele sahip olan hastaneler için öncelikli olarak akreditasyon sağlamaktır. Tınaztepe ve Galen Hastanelerinin ikisi de "Uluslararası Sağlık Turizmi Yetki Belgesi" sahibidir.

Bunun yanında Sağlık Bakanlığı tarafından Tınaztepe Galen Hastanesi'ne 2021 yılı kalite değerlendirmesinde verilen puan 96,5 olup, Türkiye ortalamasının 91 puan olduğu dikkate alındığında rekor seviyede elde edilmiş bir kalite ve hizmet performans puanıdır.

2.4.4. Hastaneler bazında tıbbi uzmanlık dalları

Şirket'in hastaneler bazında hastalarına sunmuş olduğu tıbbi uzmanlık dallarına ilişkin bilgileri içeren tablo aşağıda sunulmuştur.

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Bölümler	Tınaztepe	Buca Tıp Merkezi	Galen
Acil	*	*	*
Ağız ve diş sağlığı		*	*
Anestezi ve reanimasyon	*	*	*
Beyin ve sinir cerrahisi	*	*	*
Biyokimya lab.	*	*	*
Check-up	*	*	*
Çocuk cerrahisi	*		*
Çocuk hastalıkları	*	*	*
Dahiliye	*	*	*
Dermatoloji	*	*	*
Diyet birimi	*	*	*
Endokrinoloji ve metabolizma	*	*	*
Enfeksiyon hastalıkları			*
Evde sağlık hizmeti		*	
Fizik tedavi		*	*
Gastroenteroloji	*	*	*
Genel cerrahi	*	*	*
Genetik	*		
Girişimsel radyoloji	*		*
Göğüs hastalıkları	*	*	*
Göz hastalıkları	*	*	*
Kadın doğum	*	*	*
Kalp ve damar cerrahisi	*		*
Kardiyoloji	*	*	*
Kulak burun boğaz	*	*	*
Laboratuvar	*	*	*
Mikrobiyoloji	*	*	*
Nefroloji	*		*
Nöroloji	*	*	*
Nükleer tıp			*
Nükleer tıp lab.			*
Onkoloji	*	*	*
Ortopedi ve travmatoloji	*	*	*
Patoloji	*	*	*
Patoloji lab.		*	
Plastik cerrahi	*	*	*
Plastik rekonstrüktif cerrahi	*	*	*
Psikiyatri	*	*	*
Psikoloji	*		
Radyoloji	*	*	*
Sağlık kurulu	*	*	*
Servis yatak randevuları	*		*

Spermiyogram	*	*	*
Tıp meslekleri	*	*	*
Tomografi	*	*	*
Uçuş hekimliği	*	*	
Üroloji	*	*	*
Yenidoğan	*		*

Kaynak: Şirket

Şirket'in, hastalarına sağlamış olduğu tıbbi uzmanlık alanlarına ilişkin genel bilgiler İzahname'de bölümler bazında detaylı olarak yer almaktadır.

2.4.5. Büyüme stratejisi

- **Güneş Enerjisinden elektrik üretimi yatırımı**

Şirket'in bünyesinde bulunan hastanelerin enerji ihtiyaçlarının karşılanmasını teminen kurulacak güneş panelleri ile 3 MW gücünde elektrik üretimi yatırımı planlanmaktadır. İlgili yatırım kararı alınmış ve sözleşme imzalanmıştır. Şirket bu yatırım ile hem maliyetlerini azaltacak hem de çevreci kimliğine uygun davranmış olacaktır. Şirket, net halka arz gelirinin yaklaşık %20'sini bu amaç için kullanmayı planlamaktadır.

- **Hastane ruhsatı satın alınması ve uygun yer seçimi ile bu ruhsatın yeni hastaneye dönüştürülmesi. Hizmet çeşitliliğini artırmaya yönelik yatırımlar**

Ege bölgesinde, özellikle İzmir'in Güney bölgelerinde kişi başına düşen hastane ve özel hastane yatağı bakımından gelişmeye açık olduğu değerlendirilmektedir. Bu bölgelerde hastane yapılması orta vadeli planlar arasındadır.

Şirket'in bünyesinde bulunan hastanelerin mevcut durum itibarıyla büyümesi mümkündür; ancak, sağlık mevzuatının getirdiği kısıtlamalar nedeniyle büyümenin devamlılığı için yeni hastanelerin Şirket bünyesine dahil edilmesi gerekmektedir.

Büyümenin devamlılığını sağlamak amacıyla işletilmeye başlanmış ancak henüz yeterli büyümeyi sağlayamamış, gelişimini tamamlayamamış, verimli yönetilmemiş hastanelerin varlıkları veya hakim ortaklık payı satın alınarak rehabilite edilip gelişim süreçleri tamamlanması veya mevcut hastanelerle birleştirmek yoluyla mevcut hastanelerin branş ve yatak artırımı yoluyla kapasitesinin artırılması planlanmaktadır. Şirket, net halka arz gelirinin yaklaşık %40'ını yeni hastane yapımına yönelik gayrimenkul alımları, yatırımı ve işletimi için yatırım amacıyla kullanmayı planlamaktadır.

- **Yaşlı sağlığı-bakımı turizmi, araştırma laboratuvarları kurmak ve aşı üretim tesisleri kurma yatırımları**

Gelişmeye açık bir diğer alan ise yaşlı sağlığı ve bakımı turizmi olduğu değerlendirilmektedir. Bu alanda da bir yatırım orta-uzun vadeli planlar arasındadır. Ayrıca, hizmet çeşitliliğini arttırmak amacıyla orta-uzun vade de üniversitelerde açılan araştırma laboratuvarlarının icatlarına paydaş olmak ve bunları endüstriyel ürün haline getirebilmek. Örneğin aşı, serum ve ilaç üretim tesisleri kurmak da hedeflenmektedir.

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Bu doğrultuda, Şirket, net halka arz gelirinin yaklaşık %20'sini yaşlı sağlığı ve bakımı turizmi alanında yatırım amacıyla kullanmayı planlamaktadır.

- **İşletme sermayesi yapısının güçlendirilmesi**

Şirket, hastanelerin faaliyetlerinin devamlılığı için gerekli olan tıbbi cihaz, tıbbi malzeme ve tıbbi sarf malzemeleri alımlarını ağırlıklı olarak vadeli yapmaktadır. Bunun yanında Şirket'in büyümesi ile birlikte işletme sermayesi yapısının daha da güçlendirilmesi ihtiyacı da artacaktır. Bu bağlamda, önümüzdeki dönemde vadeli alımlardan peşin alımlara geçerek maliyetleri düşürmek ve daha rekabetçi olarak ciroyu ve karlılığı artırmak hedeflenmektedir. Bu doğrultuda, Şirket, net halka arz gelirinin yaklaşık %20'sini işletme sermayesinin güçlendirilmesi amacıyla kullanmayı planlamaktadır

2.4.6. Faaliyetlerden elde edilen gelirlerin dağılımı

Şirket'in satış gelirlerinin 2019, 2020, 2021 yılları ve 30.09.2022 tarihi itibarıyla branşlar bazında dağılımını gösteren tablo aşağıdadır.

	BÖLÜMLERE GÖRE HASILAT (%)							
TIBBİ BÖLÜMLER	**2019**	**%**	**2020**	**%**	**2021**	**%**	**30.09.2022**	**%**
Onkoloji	14.354.384	12,90	22.857.365	11,72	37.682.735	12,21	50.577.514	13,41
Genel cerrahi	8.284.702	7,44	22.038.507	11,30	29.855.138	9,68	38.037.874	10,08
Kadın doğum	12.199.716	10,96	17.627.421	9,04	25.295.783	8,20	28.834.811	7,64
Ortopedi ve travmatoloji	8.987.239	8,07	12.792.417	6,56	19.430.589	6,30	23.794.142	6,31
Çocuk hastalıkları	5.579.796	5,01	10.664.794	5,47	16.577.338	5,37	19.341.924	5,13
Anestezi ve reanimasyon	3.829.836	3,44	11.370.793	5,83	19.179.765	6,22	15.635.106	4,14
Kardiyoloji	6.798.139	6,11	9.760.838	5,01	15.983.379	5,18	18.526.280	4,91
Dahiliye	6.116.093	5,49	8.192.388	4,20	14.126.483	4,58	23.381.331	6,20
Acil	4.996.343	4,49	7.418.636	3,80	8.484.424	2,75	13.277.698	3,52
Beyin ve sinir cerrahisi	4.608.846	4,14	6.219.948	3,19	8.432.983	2,73	11.560.900	3,06
Kulak burun boğaz	4.319.568	3,88	6.054.725	3,10	10.005.483	3,24	16.329.686	4,33
Üroloji	3.095.581	2,78	5.369.624	2,75	10.048.195	3,26	12.536.043	3,32
Göz hastalıkları	3.733.701	3,35	4.844.521	2,48	9.308.023	3,02	10.268.127	2,72
Kalp ve damar cerrahisi	3.767.578	3,38	4.007.955	2,06	5.696.973	1,85	6.695.764	1,77
Fizik tedavi	2.694.094	2,42	4.019.590	2,06	6.315.807	2,05	7.658.005	2,03
Nöroloji	2.281.953	2,05	4.265.833	2,19	7.013.842	2,27	7.786.091	2,06
Göğüs hastalıkları	1.823.501	1,64	4.045.443	2,07	5.107.590	1,66	6.766.883	1,79
Gastroenteroloji	2.214.019	1,99	3.401.133	1,74	6.794.044	2,20	6.071.923	1,61
Girişimsel radyoloji	9.587	0,01	3.289.181	1,69	6.072.809	1,97	8.176.897	2,17
Mikrobiyoloji	1.630.298	1,46	10.584.997	5,43	16.544.952	5,36	8.434.590	2,24
Endokrinoloji ve metabolizma	2.303.002	2,07	2.507.759	1,29	3.928.293	1,27	4.409.157	1,17
Dermatoloji	1.546.936	1,39	2.652.891	1,36	3.945.446	1,28	6.550.472	1,74
Genetik	1.617.750	1,45	2.091.547	1,07	3.196.530	1,04	2.136.938	0,57

Plastik rekonstrüktif cerrahi	879.766	0,79	1.815.117	0,93	4.459.850	1,45	7.481.372	1,98
Psikiyatri	903.281	0,81	1.579.241	0,81	2.395.457	0,78	2.912.764	0,77
Diğer *	2.732.902	2,46	5.547.128	2,84	12.636.497	4,10	20.077.981	5,32
Toplam	**111.308.610**	**100**	**195.019.792**	**100**	**308.518.411**	**100**	**377.260.275**	**100**

Kaynak: Şirket

** Diğer başlığı altında; Uçuş hekimliği, Radyoloji, Ağız ve diş sağlığı, Biyokimya lab., Çocuk cerrahisi, Diyet birimi, Nükleer tıp lab., Psikoloji, Patoloji, Yenidoğan, Nefroloji, Evde sağlık hizmeti, Nükleer tıp, Plastik cerrahi, Tıp meslekleri, Perinatoloji, Check-up, Enfeksiyon hastalıkları, Aile hekimliği gelirleri ile sarf malzeme ve stok satışları gibi diğer gelirler yer almaktadır. Nükleer tıp laboratuvarı 2021 cirosu 5,2 milyon TL ile toplam cirodan aldığı pay %1,71 seviyesine ulaşmıştır.*

Şirket'in 2019, 2020, 2021 yılları ve 30.09.2022 tarihi itibarıyla hastane bazında ve hastaları karşılama biçimlerine göre elde etmiş olduğu hasılat aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

HASTANELER BAZINDA HASILAT (TL)								
	2019	%	2020	%	2021	%	2022/3Ç	%
BUCA TIP MERKEZİ	**25.809.060**	**23**	**30.047.524**	**16**	**41.482.867**	**14**	**50.263.611**	**13**
AYAKTAN	18.095.678		22.000.747		30.401.022		35.245.308	
GÜNÜBİRLİK	6.529.872		8.046.778		11.081.845		9.101.772	
YATAN	1.183.511		0		0		5.916.531	
GALEN	**4.128.837**	**4**	**63.051.936**	**32**	**129.832.004**	**42**	**178.867.063**	**47**
AYAKTAN	2.204.403		23.685.751		52.679.779		66.454.268	
GÜNÜBİRLİK	81.866		3.748.594		10.149.637		19.939.961	
YATAN	1.842.569		35.617.591		67.002.588		92.472.835	
TINAZTEPE	**81.370.711**	**73**	**101.920.332**	**52**	**137.203.540**	**44**	**148.129.600**	**40**
AYAKTAN	28.361.058		37.759.359		52.461.343		57.166.031	
GÜNÜBİRLİK	13.211.699		18.666.020		22.774.566		22.051.685	
YATAN	39.797.954		45.494.953		61.967.631		68.911.883	
HASTANE GELİRLERİ	**111.308.609**	**100**	**195.019.792**	**100**	**308.518.411**	**100**	**377.260.275**	**100**
AYAKTAN	48.661.139		83.445.856		135.542.144		158.865.607	
GÜNÜBİRLİK	19.823.437		30.461.392		44.006.048		51.093.418	
YATAN	42.824.034		81.112.544		128.970.219		167.301.249	

Kaynak: Şirket

Şirket'in 2019, 2020, 2021 yılları ve 30.09.2022 tarihi itibarıyla hastaneler bazında hasta sayıları aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

HASTANELER BAZINDA HASTA SAYILARI								
	2019	%	2020	%	2021	%	2022/3Ç	%
BUCA TIP MERKEZİ	**191.394**	**40**	**161.824**	**29**	**163.452**	**25**	**163.170**	**31%**
AYAKTAN	180.931		155.611		157.859		158.346	
GÜNÜBİRLİK	8.594		6.213		5.593		3.355	
YATAN	1.869		0		0		1.469	
GALEN	**19.983**	**4**	**141.253**	**25**	**201.702**	**32**	**166.457**	**31%**
AYAKTAN	19.135		131.036		182.532		142.464	
GÜNÜBİRLİK	175		3.241		8.669		13.830	
YATAN	673		6.976		10.501		10.163	
TINAZTEPE	**265.264**	**56**	**262.318**	**46**	**272.826**	**42**	**203.526**	**38%**
AYAKTAN	240.768		239.853		248.475		185.542	
GÜNÜBİRLİK	9.959		9.953		12.286		8.089	
YATAN	14.537		12.512		12.065		9.895	
TOPLAM HASTA SAYISI	**476.641**	**100**	**565.395**	**100**	**637.980**	**100**	**533.153**	**100**
AYAKTAN	440.834		526.500		588.866		486.352	
GÜNÜBİRLİK	18.728		19.407		26.548		25.274	
YATAN	17.079		19.488		22.566		21.527	

Şirket'in 2019, 2020, 2021 yılları ve 30.09.2022 tarihi itibarıyla hastaları karşılama biçimlerine göre hasta başı ciro verileri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

HASTA BAŞINA HARCAMA (TL)				
	2019	2020	2021	2022/3Ç
BUCA TIP MERKEZİ				
AYAKTAN	100	141	193	223
GÜNÜBİRLİK	760	2.161	1.981	2.713
YATAN	633	-	-	4.028
GALEN				
AYAKTAN	115	402	289	466
GÜNÜBİRLİK	468	3.132	1.171	1.442
YATAN	2.738	9.605	6.381	9.099

TINAZTEPE				
AYAKTAN	118	219	211	308
GÜNÜBİRLİK	1.327	2.288	1.854	2.726
YATAN	2.738	3.636	5.136	6.964
TOPLAM	**234**	**345**	**484**	**708**

3. Sağlık Sektörü Hakkında Bilgiler

3.1. Küresel Sağlık Sektörü ve Türkiye'nin Yeri

Sektör raporları üreten araştırma şirketi BCC Research'in "Sağlık Sektörü Küresel Piyasa Fırsatları ve Stratejileri 2022" raporuna göre küresel sağlık sektörünün büyüklüğü 2018 yılında 8,45 trilyon USD civarında gerçekleşmiştir. 2014-2018 yılları arasında ortalama yıllık büyüme oranı %7,3 olmuştur. Küresel pazarda 2018'de Kuzey Amerika %41,9 ile ilk sırayı alırken arkasından Asya Pasifik, Batı Avrupa ve diğer bölgeler gelmektedir.

Sektörün hızlı büyümeyi sürdürmesi beklenmektedir. Yaşlanan nüfus, kronik rahatsızlıkların toplumdaki yaygınlığının artması ve dijital teknolojilerdeki hızlı ancak maliyetli gelişmeler küresel sağlık harcamalarını artırmaya devam edecektir.

COVID-19 salgınıyla birlikte tüm dünyada sağlık sistemlerinin yetersiz kalması hastane ağlarının geliştirilmesi sürecini hızlandırmıştır.

Araştırma ve danışmanlık şirketi TechSci Research'in "Küresel Hastane Pazarı 2026" raporuna göre dünya genelinde hastane pazarının büyüklüğü 2020'de 4,21 trilyon USD büyüklüğünde olup 2021-2026 döneminde %6,70 YBBO ile büyümesi beklenmektedir. Projeksiyon dönemi boyunca özel hastanelerin güçlü büyüme kaydetmesi öngörülmektedir.

Medikal prosedürler, testler ve yatış gerektirmeyen diğer hizmetleri kapsayan ayakta tedavi hizmetleri segmentinin söz konusu dönemde %7,55 büyüyeceği tahmin edilmektedir.

BCC Research'in raporunda 2018-2022 yılları arasında yıllık bileşik büyüme oranının %8,9 olacağı ve 2022 yılında 11,91 trilyon USD'ye erişeceği tahmin edilmiştir. En hızlı büyüyen bölgelerin %13,4 YBBO ile Asya Pasifik ve %13,1 YBBO ile Afrika bölgeleri olacağı öngörülmüştür. Ardından Orta Doğu, Güney Amerika bölgelerinin sırasıyla %12,8 ile %10,7 YBBO yakalaması beklenmiştir. Diğer bir araştırma şirketi Precedence Research'in hesaplamasına göre 2021-2030 yılları arasında sektörün %5,5 YBBO yakalaması beklenmektedir.

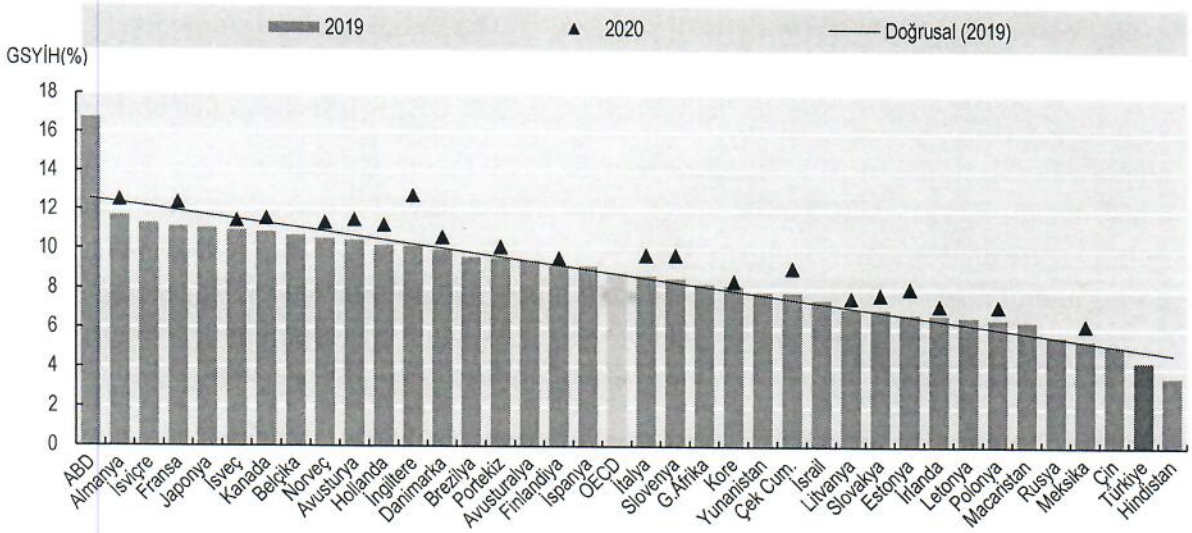
Çok katmanlı bir yapıya sahip olan sektörde pek çok sayıda küçük ve büyük oyuncular bulunmaktadır. En büyük ilk on oyuncu toplam pazarın %7,2'sini oluşturmaktadır. Businesswire'ın verilerine göre İngiltere Ulusal Sağlık Hizmeti, Kaiser Permanente, Johnson&Johnson, Pfizer ve Novartis AG sektörün en büyük oyuncuları arasında bulunmaktadır.

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Genel ekonominin büyüklüğüne kıyasla sağlık hizmetlerine harcanan miktar hem sağlık harcamalarındaki büyüme hem de genel ekonomik büyümedeki farklılıklar nedeniyle zamanla değişim göstermiştir.

1990'larda ve 2000'lerin başında, OECD ülkelerinde genel olarak sağlık harcamalarının ekonominin geri kalanına kıyasla olumlu ayrıştığı görülmektedir. Bu gelişmeler sağlık harcamalarının gayri safi yurt içi hasılaya (GSYİH) oranında neredeyse sürekli bir artışa yol açmıştır. Tüm dünyada ortalama sağlık harcamalarının GSYİH'ye oranı belirgin bir şekilde artış trendindedir. İstatistikler sağlık sektörünün dünyanın en hızlı büyüyen sektörleri arasında yer aldığını işaret etmektedir.

2019'da, COVID-19 pandemisinden önce, OECD ülkelerinin ortalama olarak GSYİH'lerinin yaklaşık %8,8'i sağlık hizmetlerine ayrılmaktaydı. Bu oran 2013'ten bu yana aşağı yukarı sabit kalmıştı.



Kaynak: OECD

OECD ülkelerinin geneli için 2020 yılında sağlık harcamalarının GSYİH'ye oranı önemli bir artışa işaret etmektedir. Bu, hem COVID-19 ile mücadele için gereken ekstra sağlık harcamalarını hem de ekonomik faaliyet üzerindeki kısıtlamaların neden olduğu GSYİH'deki düşüşleri yansıtmaktadır. OECD verilerine dayanarak, sağlığa ayrılan GSYİH'nin ortalama payının 2019'da %8,8'den 2020'de %9,7'ye yükseldiği tahmin edilmektedir.

Çoğu gelişmiş ekonomilerde sağlık harcamalarının GSYİH'ye oranı %10'un üzerindedir. Statista'nın verilerine göre bu oran ABD'de 2018, 2019 ve 2020 yıllarında sırasıyla %17,6, %17,6 ve %19,7 olmuştur. (Kaynak: https://www.statista.com/statistics/184968/us-health-expenditure-as-percent-of-gdp-since-1960/ Erişim tarihi: 02.11.2022) Aynı yıllarda Almanya'nın sağlık harcamalarının GSYİH'deki payı %11,5, %11,7 ve %12,5 olmuştur. Japonya'da da sağlık harcamalarının payının %10'un üzerinde seyrettiği görülmektedir.

Gelişen ekonomilerde sağlık harcamalarının GSYİH'ye oranı bir miktar daha düşük olsa da artış trendi geçerlidir. Çin'de oranlar 2019 ve 2020 yıllarında sırasıyla %6,7 ve %7,1

olmuştur. Brezilya'da 2017 ve 2018 yıllarında %9,5 olarak gerçekleşmiştir. Dünya Bankası verilerine göre bu oran Güney Afrika'da 2018'de %8,9 ve 2019'da %9,1 seviyelerindedir.

Türkiye ise GSYİH'den aldığı %4,3 pay ile oldukça geridedir. Türkiye'nin OECD ortalamasına göre oldukça geride kalmış olması sağlık sektörünün potansiyeli açısından gelecek vaad ettiğini de gözler önüne sermektedir.

Grafik bize ekonomilerin kalkınması ile sağlık harcamaları arasında pozitif yönlü yüksek bir korelasyon olduğunu açıkça göstermektedir.

3.2. Dünyada Sağlık Sektörü Yatırımları ve Türkiye

Salgının başlangıcından bu yana iki yıldan fazla süre geride kalırken tüm dünyada altı milyona yakın kişi COVID-19 nedeniyle yaşamını yitirdi ve on milyonlarca kişi halen pandeminin yan etkileriyle mücadele etmektedir. Ağır hastalık geçiren ya da geçirmeyen herkesin hayatı salgın nedeniyle olumsuz etkilendi. Sosyalleşme biçimlerinden iletişime, eğitim hayatından çalışma koşullarına kadar hayatın her alanı yeniden organize edilmek durumunda kaldı. Bu süreçte sağlık hizmetlerinde güçlü bir yatırım, inovasyon dalgası gerçekleşirken teknoloji, telekomünikasyon sektöründen yeni oyuncular sektörle ilgilenmeye başladılar.

2020 yılında dünyanın COVID-19 salgını ile tanışmasının ardından tüm dünyada sağlık sektörü ve özellikle hastane, klinik, genetik araştırma laboratuvarı ve şirketlerine yoğun bir ilginin olduğu gözlemlenmektedir. Nitekim gerek ülkemizde gerekse de yakın bölgemizde şirket satın alma, birleşme, halka arz işlemlerinin de bu alana yöneldiğini söyleyebiliriz. 2021 yılında dünyada en büyük hacimli 10 işlemin ikisi ilaç ve sağlık sektöründe olurken ABD'de Medline Industries 34 milyar USD tutarındaki satın alma işlemi ile Blackstone, Carlyle gibi büyük özel sermaye fonları tarafından satın alınmıştır. ABD'de gerçekleşen diğer işlemde ise 20 milyar USD değerindeki işlem büyüklüğü ile PPD firması Thermo Fisher Scientific firması tarafından satın alınmıştır. Türk şirketleri de yurt dışında sağlık şirketlerine benzer şekilde yatırım yapmışlardır. Gen İlaç'ın İsviçre firması Galventa AG'nin %4,8 payını satın alması, Acıbadem Sağlık Hizmetleri A.Ş.'nin Sırbistan'ın en büyük hastane operatörü Bel Medic Group'un %70 payını satın alması, Hektaş Ticaret'in Arma İlaç'ın tamamını 10,8 milyon USD karşılığında satın alması, İstanbul Cerrahi Hastanesinin Şafak Group tarafından Ağustos 2021'de satın alınması yılın öne çıkan işlemleriydi. 2022'de bu trendin devam etmesini öngörmekteyiz.

2021 yılı halka arz işlemlerinin de rekor kırdığı bir yıl oldu. Toplam 52 şirket halka arz edilirken sermaye piyasalarından 22 milyar TL tutarında kaynak reel sektör şirketlerine aktarılmıştır. Sağlık kuruluşlarının da son yıllarda halka arz konusunda istekli oldukları gözlemlenmektedir. Medical Park A.Ş.'nin 2018, Nasmed Özel Sağlık Hizmetleri Ticaret A.Ş. 2021 yılında gerçekleşen halka arz işlemleri ile BİST'de halen Lokman Hekim A.Ş. dahil 3 sağlık kuruluşu işlem görmektedir. Hastanelerin yanı sıra tıbbi malzeme, laboratuvar, ilaç üretimi yapan kuruluşlardan Anatolia Tanı, Gen İlaç, Meditera ve Türk İlaç 2021 yılında halka arz edilen sağlık sektöründeki şirketlerdendir.

Borsa İstanbul'da sağlık sektöründe faaliyet gösteren şirketler

1996 yılından beri sağlık alanında hizmet veren Ankara merkezli Lokman Hekim Engürüsağ Sağlık Turizm Eğitim Hizmetleri ve İnşaat Taahhüt A.Ş. (LKMNH) 2011 başında halka arz edilmiş olup Borsa İstanbul Ana Pazar'da işlem görmektedir. Grubun Ankara'da dört, İstanbul'da bir, Van'da iki ve Erbil, Irak'ta bir hastanesi, Ankara'da bir tıp merkezi ve Erbil'de bir adet tanı ve görüntüleme merkezi bulunmaktadır. 200 milyon TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde 36 milyon TL ödenmiş sermayesi vardır. 3Ç22

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

finansalları itibarıyla özsermayesi 189,3 milyon TL, piyasa değeri 08.12.2022 kapanış fiyatına göre 1.036,8 milyon TL seviyesindedir. Şirket paylarının yaklaşık %71,65'i fiili dolaşımdadır. 2021 yılında 453,5 milyon TL net satış geliri, 81,8 milyon TL net dönem kârı ve 114,3 milyon TL FAVÖK elde etmiştir.

Borsa İstanbul Yıldız Pazar'da işlem gören MLP Sağlık Hizmetleri A.Ş. (MPARK) 2018 başında halka arz edilmiştir. Sağlık hizmetleri olarak hastaneler, poliklinikler, ilk yardım, kan merkezleri, laboratuvarlar, huzurevi, kreş, çocuk bakım evleri açmak ve evde bakım hizmetleri sunmak, radyoloji tesisleri kurmak ve işletmek, (leasing, adi kira veya hâsılat kirası yolu ile) kiralamak ve kiraya vermek, satın almak ve bu tesisleri satmak şirketin faaliyet konusudur. Medical Park ve Liv Hospital markaları ile 12 şehirde 27 hastanesi bulunmaktadır. 875 milyon TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde 208 milyon TL ödenmiş sermayesi olan şirketin özsermayesi 3Ç22 finansalları itibarıyla 1.492 milyon TL seviyesindedir. Şirket paylarının %33,35'i fiili dolaşımdadır. 08.12.2022 tarihi itibarıyla piyasa değeri 15,9 milyar TL olan şirket 2021 finansallarına göre yılın tamamında 5,8 milyar TL net satış geliri ve 355,2 milyon TL net kâr ve 1,35 milyar TL FAVÖK elde etmiştir.

İzmir merkezli Nasmed Özel Sağlık Hizmetleri Ticaret A.Ş. (EGEPO) hastalara ayakta ve yatırarak muayene, teşhis ve tedavi hizmetlerini sunmak, bu hizmetler için gerekli olan; tüm tanı ve tedavi alanları, ayakta ve yatarak teşhis ve tedavi hizmetleri sunan sağlık tesisleri, laboratuvarlar, kan merkezleri, rehabilitasyon merkezleri, üniteler gibi insan sağlığına yönelik kuruluşları inşa etmek, tadil etmek, kurmak, satın almak ve işletmek, koruyucu hekimlik gibi tüm sağlık hizmetlerini vermektedir. Şirket'in 500 milyon TL kayıtlı sermaye içerisinde 125 milyon TL ödenmiş sermayesi bulunmaktadır. Şirket paylarının %25'i fiili dolaşımdadır. 3Ç22 finansalları itibarıyla 306 milyon TL özsermayesi bulunan şirketin piyasa değeri 08.12.2022 tarihi itibarıyla yaklaşık 2,21 milyar TL'dir. Şirket 2021 yılında 49,2 milyon TL net satış geliri ve 6,3 milyon TL FAVÖK elde ederken 5,2 milyon TL zarar etmiştir.

3.3. OECD Kişi Başına Sağlık Harcamaları ve Türkiye

Hem bireysel hem de nüfusun sağlık ihtiyaçlarını kapsayan kişi başına sağlık harcamasının düzeyi ve bunun zaman içinde nasıl değiştiği, sağlık sisteminin finansman ve organizasyonel düzenlemelerinin yanı sıra çok çeşitli demografik, sosyal ve ekonomik faktörlere bağlıdır.

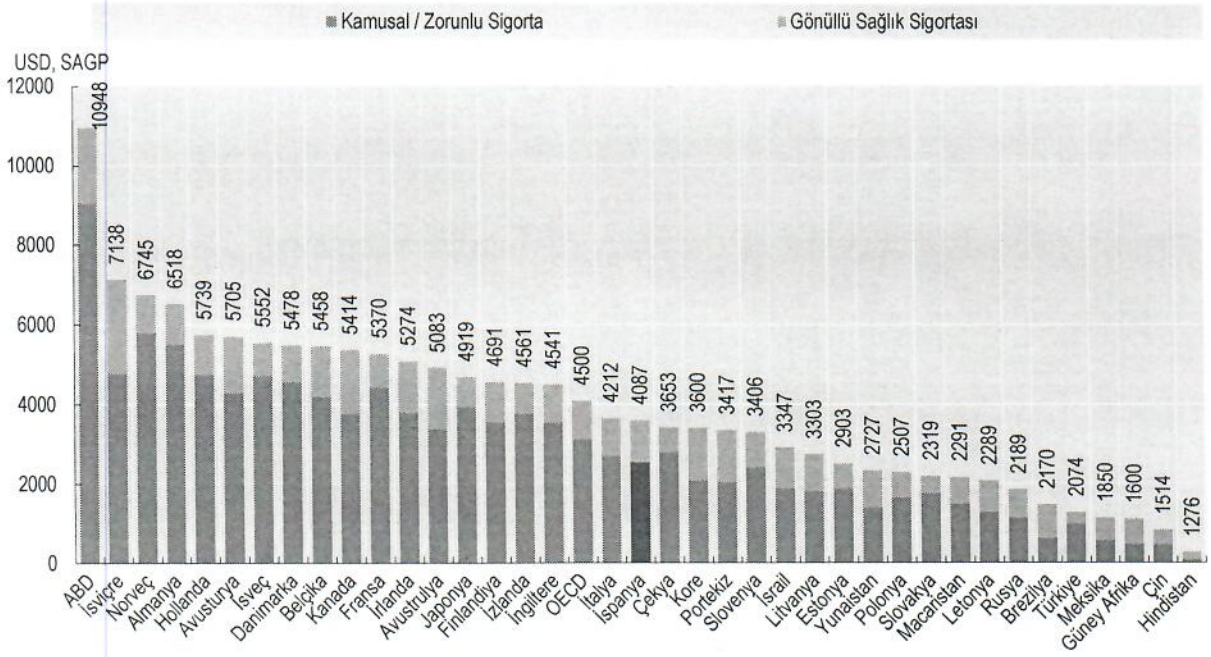
2019'da OECD ülkelerinde (satın alma gücündeki farklılıklara göre ayarlandığında) kişi başına ortalama sağlık harcamasının 4.000 ABD Doları'ndan fazla olduğu tahmin edilirken, ABD'de her ABD vatandaşı için yaklaşık 11.000 ABD Doları'na ulaşmıştır.

OECD üyesi ülkeler arasında sağlık alanında kişi başına en düşük harcama yapan ülkeler, Hindistan, Endonezya, Çin ve Güney Afrika'dır. Sonrasında ise, OECD ortalamasının yaklaşık dörtte biri kadar sağlık harcaması ile, Rusya, Brezilya, Türkiye ve Meksika yine çok düşük kategoride dikkat çeken ülkelerdir.

Kişi başına sağlık harcamaları OECD ortalamasında 4.087 ABD Doları seviyesinde iken bu tutar Türkiye'de 2.074 ABD Doları seviyesindedir.

Türkiye'nin OECD ortalamasını yakalayabilmesi için kişi başına sağlık harcamalarının yaklaşık 2 katına çıkması gerekmektedir. Bu gösterge de Türkiye'deki sağlık sektörünün doyum noktasından oldukça uzak olduğunun bir başka göstergesidir.

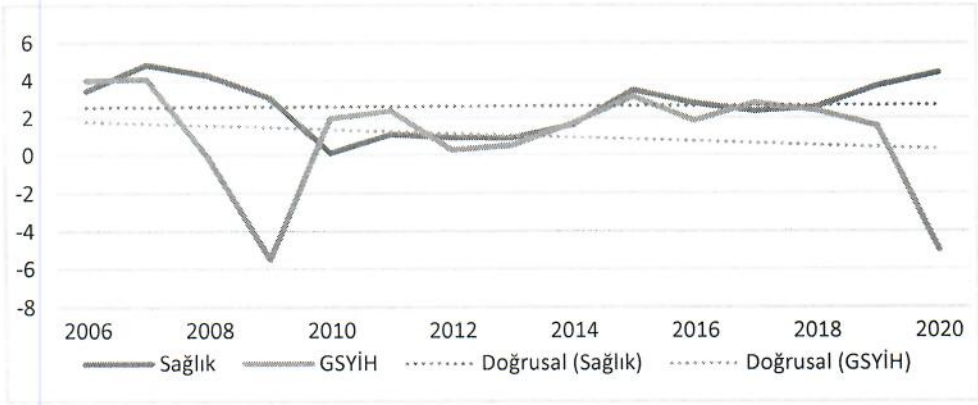
PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.



Kaynak: OECD

3.4. Sağlık Sektörü COVID-19 Salgını ile Olumlu Ayrışmaktadır

2008 küresel mortgage krizinde tüm sektörler gibi daralmış olan Dünya Sağlık Sektörü 2020 yılı salgınında olumlu yönde ayrışarak genel ekonomi küçülürken büyüme patikasında eğilim sergilemiştir.



Kaynak: OECD

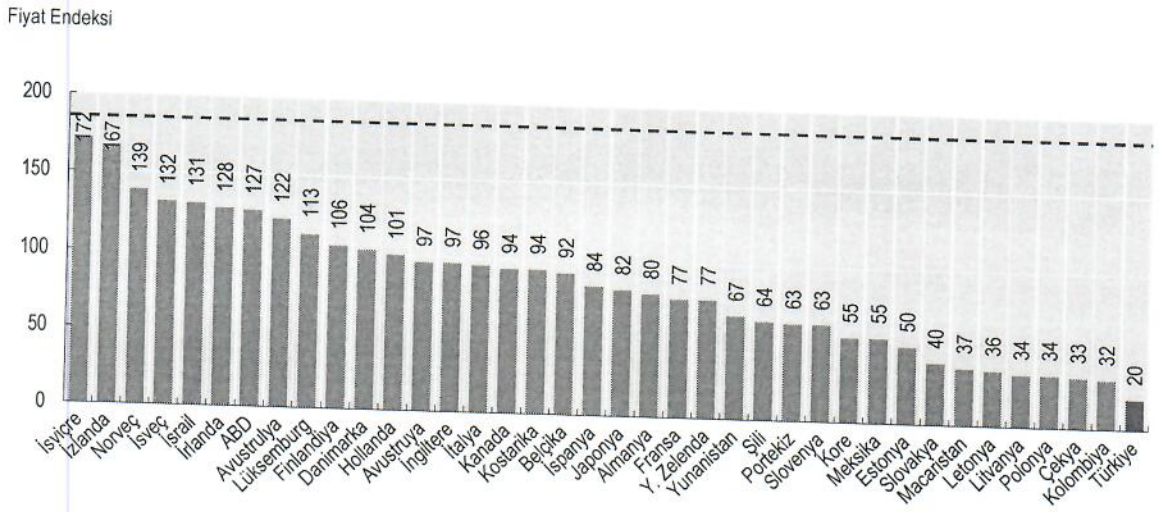
3.5. En Ucuz Sağlık Hizmeti Türkiye'de

OECD ülkeleri arasında en düşük sağlık hizmeti fiyatları OECD ortalamasının yaklaşık %20'si ile Türkiye'dedir. Ekteki tablo Hastaneler için, ağırlıklı olarak tıbbi ve tıbbi olmayan personelin maaşları (girdi yöntemi) kullanılarak SAGP'ne göre tahmin edilmektedir.

Bu tablo özellikle sağlık turizmi konusunda Türkiye'nin artarak cazibe merkezi

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

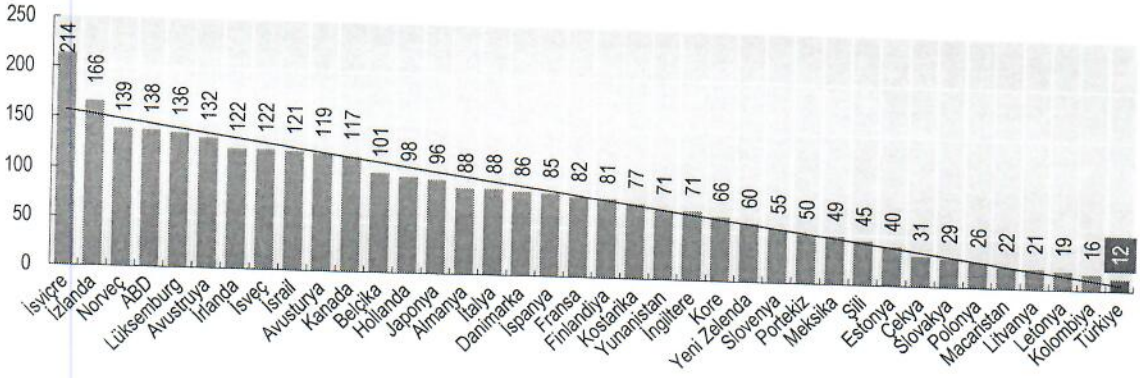
olabileceğinin önemli bir kanıtıdır.



Kaynak: OECD

3.6. OECD Hastane Fiyat Endeksleri ve Türkiye

Satın alma gücü paritesine göre ağırlıklı olarak tıbbi ve tıbbi olmayan personelin maaşları (girdi yöntemi) kullanılarak tahmin edilen, ülkelere göre hastane fiyat endeksi grafiğinde Türkiye 12 ile OECD ülkeleri içinde en son sırada yer almaktadır.



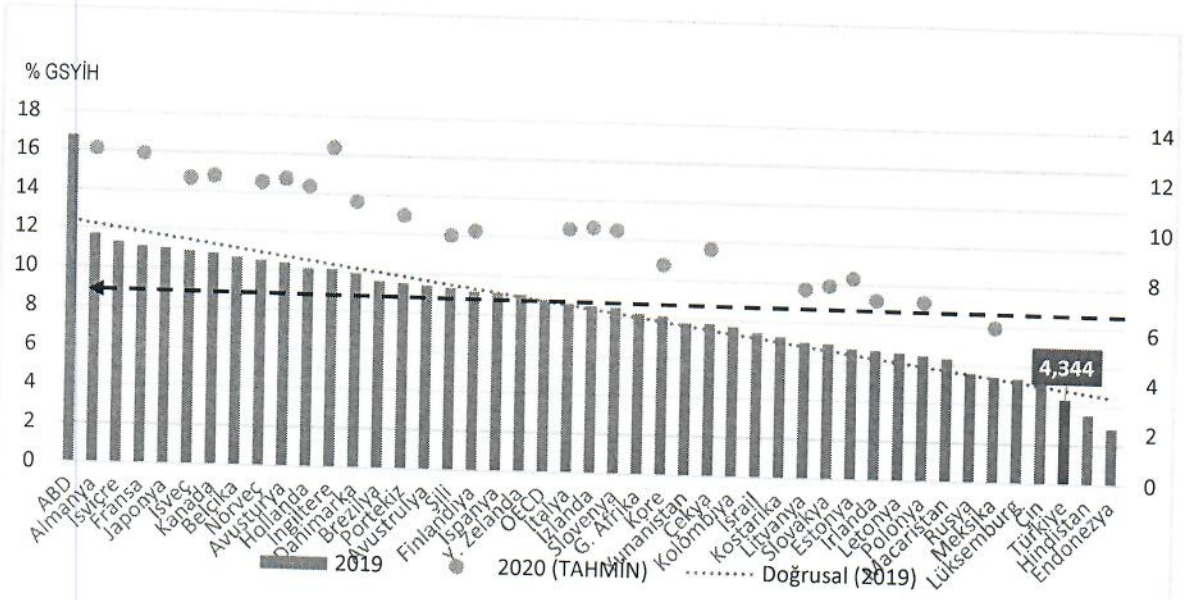
Kaynak: OECD

3.7. Ülkelerin Sağlık Harcamaları İle Milli Gelir Karşılaştırması

Sağlık Harcamalarının milli gelirden en yüksek pay aldığı ülke %16,7 ile ABD'dir. OECD ülkeleri arasında bahsi geçen rasyonun medyanı (kesikli çizgi ile gösterilmiştir) %8,57 ile İzlandadır.

Türkiye'de ise sağlık sektörü GSYİH'den sadece %4,9 pay alabilmektedir. OECD medyan seviyesinin yakalanabilmesi için yaklaşık 2 misli bir büyüme sağlanabilmedir.

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.



Kaynak: OECD

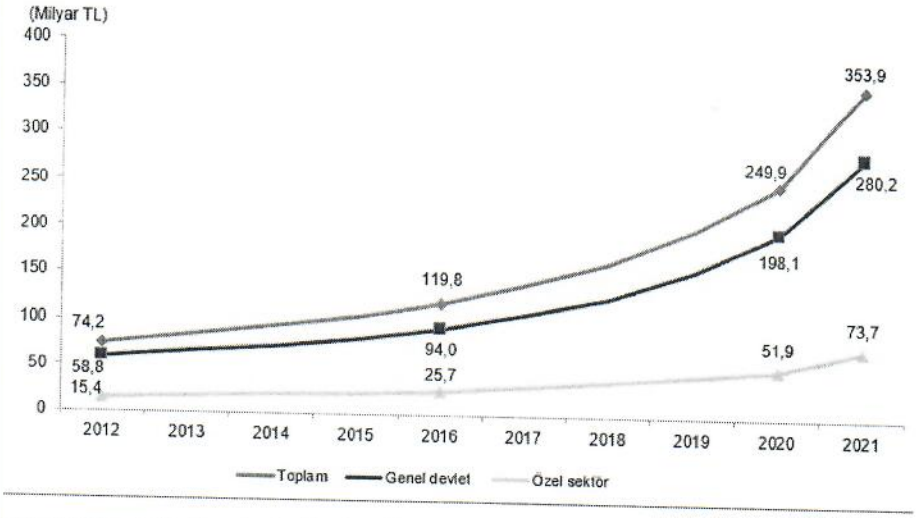
3.8. Türkiye'de Sağlık Sektörü

Ülkemizde sağlık sektörü kamu, üniversite ve özel sektör olmak üzere üç ana gruba ayrılabilir.

Türkiye'nin sağlık harcamalarında gözlemlenen belirgin artış küresel gidişata benzer bir seyir izlemektedir. TÜİK'in Aralık 2022'de yayınlanan 2021 yılına ilişkin sağlık harcamaları istatistiklerine göre toplam sağlık harcamalarının GSYİH içerisindeki payı %4,9 olmuştur. Cari yatırım harcamaları (Yatırım hariç toplam) %4,6 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Ülkemizde toplam sağlık harcamaları 2021 yılında %41,6 artışla 354 milyar TL olmuştur. Genel devlet sağlık harcaması %41 artışla 280 milyar TL ile toplam sağlık harcamalarının %79,2'sini oluştururken özel sektörün sağlık harcaması %42 artışla 73,7 milyar TL ile toplamın %20,8'ini oluşturmuştur.

Genel devlet sağlık harcamaları içerisinde en büyük paya sahip Sosyal Güvenlik Kurumu sağlık harcamaları %31 artışla 167 milyar TL'ye yükselerek toplam harcamaların %47'lik kısmını oluşturmaktadır. Özel sektör içerisinde dağılım incelendiğinde en büyük paya sahip, hane halkının tedavi, ilaç vb. amaçlı cepten yaptığı sağlık harcaması %40 artışla 56,3milyar TL'ye yükselerek toplam sağlık harcamalarının %16'sını oluşturmuştur.



https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Saglik-Harcamalari-Istatistikleri-2021-45728&dil=1

Erişim tarihi: 12.12.2022

Toplam sağlık harcamasının 331 milyar TL kısmını büyük ölçüde hastaneler, perakende satış ve ayakta bakım hizmetlerinden oluşan cari sağlık harcamaları (%93,5) oluştururken 23 milyar TL (%6,5) kısmı yatırımlardan oluşmaktadır.

Genel devlet sağlık harcamasının toplam sağlık harcamasına oranı 2021 yılında %79,2, özel sektör sağlık harcamasının ise %20,8 olarak gerçekleşti. Genel devlet ve özel sektörün alt bileşenlerine bakıldığında, 2021 yılında Sosyal Güvenlik Kurumu %47,2, merkezi devlet %31,4, hane halkları %15,9, sigorta şirketleri %2,6, hane halklarına hizmet eden kar amacı gütmeyen kuruluşlar ile diğer işletmeler %2,3, mahalli idareler %0,6'lık bir paya sahip oldu.

	2021	(%)	2020	(%)
TOPLAM SAĞLIK HARCAMASI (Milyon TL)	**353.941**	**100,00**	**249.932**	**100,00**
GENEL DEVLET	280.220	79,2	198.062	79,2
Merkezi Devlet	111.180	31,4	68.927	27,6
Mahalli İdareler Sosyal Güvenlik Kurumu	1.975	0,6	1.632	0,7
Sosyal Güvenlik Kurumu	167.065	47,2	127.504	51,0
ÖZEL SEKTÖR	**73.721**	**20,8**	**51.869**	**20,8**
Hane halkları	56.342	15,9	40.105	16,0
Sigorta Şirketleri	9.330	2,6	6.458	2,6
Diğer	8.050	2,3	5.306	2,1

https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Saglik-Harcamalari-Istatistikleri-2021-45728&dil=1

Erişim tarihi: 12.12.2022

Toplam sağlık harcamasının sağlık hizmeti sunucularına göre dağılımı incelendiğinde, ilk üç sıranın 2021 yılında da değişmediği görülmektedir. Sağlık hizmetleri ve ürünleri satın almak için başvurulan sağlık kurumları içerisinde en büyük payı 2021 yılında %49,5 ile hastaneler oluşturdu. Hastaneleri sırasıyla %22,8 ile perakende satış ve diğer tıbbi malzeme sunanlar ve %9,4 ile ayakta bakım sunanlar izledi.

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

	2021	(%)	2020	(%)
TOPLAM SAĞLIK HARCAMASI (Milyon TL)	**353.941**	**100,00**	**249.932**	**100,00**
Cari Sağlık Harcaması	330.928	93,5	233.062	93,3
Hastaneler	**175.214**	**49,5**	**123.397**	**49,4**
Evde hemşirelik bakımı	2	0,0	1	0,0
Ayakta bakım sunanlar	33.440	9,4	25.664	10,3
Perakende satış ve diğer tıbbi malzeme sunanlar	80.613	22,8	63.053	25,2
Halk sağlığı programlarının sunumu ve yönetimi	32.517	9,2	13.055	5,2
Genel sağlık yönetimi ve sigortası	1.441	0,4	1.166	0,5
Sınıflandırılamayan diğer kategoriler	7.700	2,2	6.726	2,7
Yatırım	23.013	6,5	16.870	6,7

https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Saglik-Harcamalari-Istatistikleri-2021-45728&dil=1

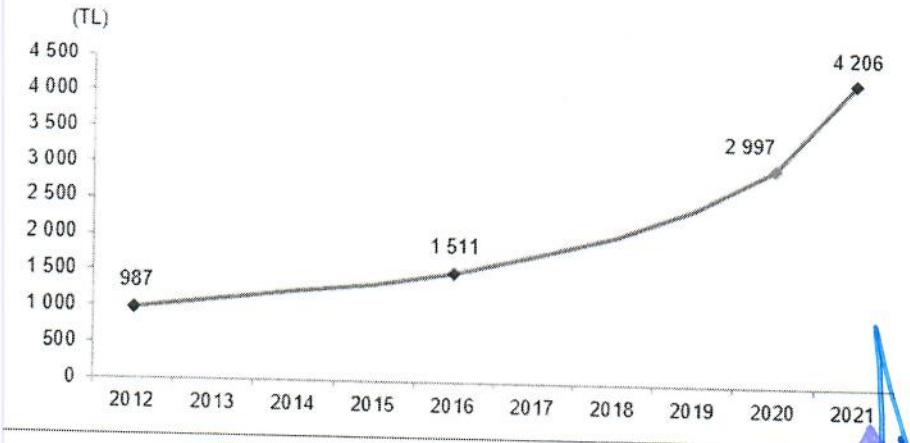
Erişim tarihi: 12.12.2022

Sağlık Uygulamaları Tebliği

Türkiye'de devletin sağlık ile ilgili sosyal politikalarının uygulamasına imkân veren, kılavuzluk eden, fiyatlandıran, düzenleyen ve diğer tüm uygulama detaylarını içeren mevzuat tebliği Sağlık Uygulamaları Tebliği'dir (SUT). SUT uyarınca Sağlık yardımları Sosyal Güvenlik Kurumunca karşılanan ve kapsam maddesinde tanımlanan genel sağlık sigortalısı ve bakmakla yükümlü olduğu kişilerin, kurumca finansmanı sağlanan sağlık hizmetleri, yol, gündelik ve refakatçi giderlerinden yararlanma esas ve usulleri ile bu hizmetlere ilişkin Sağlık Hizmetleri Fiyatlandırma Komisyonunca belirlenen ödenecek bedeller bildirilir. SUT fiyatları belirli sektör göstergeleri doğrultusunda yukarı yönlü revizyona tabi olabilmektedir.

3.9. Türkiye'de Kişi Başına Sağlık Harcaması Eğilimi

Kişi başına sağlık harcaması 2020 yılında 2,997 TL iken, 2021 yılında %40,3 artarak 4.206 TL'ye yükselmiştir. Kişi başına düşen sağlık harcamalarında yaklaşık on yıllık dönemde yaşanan kesintisiz artış grafikte görülmektedir.



https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Saglik-Harcamalari-Istatistikleri-2021-45728&dil=1

Erişim tarihi: 12.12.2022

GİR... GAYRİMENKUL DEĞERLEME A.Ş.

Türkiye'nin sağlık harcamalarına ilişkin temel göstergeler tablodaki gibidir.

	2021	2020
TOPLAM SAĞLIK HARCAMASI (MİLYON TL)	353.941	249.932
Kişi Başına Sağlık Harcaması (TL)	4.206	2.997
Toplam Sağlık Harcamasının GSYİH'ye Oranı (%)	4,9	5,0
Cari Sağlık Harcamasının GSYİH'yeAyrı Oranı (%)	4,6	4,6
Genel Devlet Sağlık Harcamasının Toplam Sağlık Harcamasına Oranı (%)	79,2	79,2
Özel Sağlık Harcamasının Toplam Sağlık Harcamasına Oranı (%)	20,8	20,8
Hane Halkı Cepten Sağlık Harcamasının Toplam Sağlık Harcamasına Oranı (%)	15,9	16,0

https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Saglik-Harcamalari-Istatistikleri-2021-45728&dil=1

Erişim tarihi: 12.12.2022

Salgın sonrasında ilaç, besin takviyeler ve tıbbi cihazlar gibi alanlarda yeni uygulamalar hayata geçerken salgın öncesinden bu yana var olan sağlık giderlerindeki artış trendi devam etmektedir. Bu sebeple kamunun üzerindeki yükün artması da maliyet düşürücü yeni önlemlere ve iş modellerine duyulan gereksinimi artırmaktadır. Sektör yeni yatırımlarla gelişirken, yeni teknolojilerin de yardımıyla verimliliğin artırılmasına yönelik adımlar atılmaktadır.

Türkiye'de özel sağlık hizmetleri, son 15-20 yıllık dönemde genel sağlık hizmetlerinin gelişmesine paralel bir şekilde gelişme göstermiş olup gelecek dönemde de güçlü performansını sürdürmesi beklenmektedir.

Türkiye'de yaşlı nüfusun payı artıyor

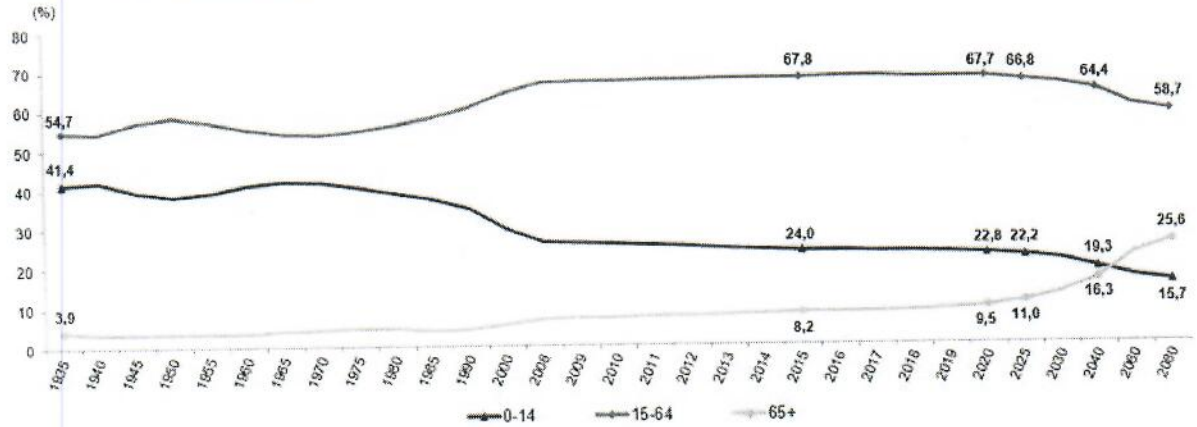
Küresel nüfustaki yaşlanma ülkemiz için de geçerli olup, yaşlı nüfus diğer gruplara göre daha hızlı bir artış içerisindedir. Yaşlı nüfusun toplam içerisinde payının %10 sınırına ulaşması nüfusun yaşlandığına ilişkin bir gösterge olarak kabul edilmekte olup bu olgu yurt içinde de gözlemlenmektedir.

TÜİK'in Mart 2021'de yayınladığı istatistiklere göre yaşlı nüfus olarak kabul edilen 65 ve daha yukarı yaştaki nüfus, beş yılda %22,5 artarak 2020 yılında 7 milyon 953 bin 555 kişi olmuştur. Yaşlı nüfusun toplam nüfus içindeki oranı 2015 yılında %8,2 iken, 2020 yılında %9,5'e yükselmiştir. Türkiye'de medyan yaş 2015'te 31,0 iken 2020'de 32,7'ye yükselmiştir. Adrese Dayalı Nüfus Kayıt Sistemi Sonuçlarına göre medyan yaş 2021'de 33,1'e yükselmiştir.

Nüfus projeksiyonlarına göre yaşlı nüfus oranının 2025 yılında %11,0, 2030 yılında %12,9, 2040 yılında %16,3, 2060 yılında %22,6 ve 2080 yılında %25,6 olacağı öngörülmüştür. Projeksiyonlara göre medyan yaşın 2025, 2030, 2040, 2060 ve 2080 yıllarında sırasıyla 34,1, 35,6, 38,5, 42,3 ve 45,0 olması beklenmektedir. Yaş gruplarına göre nüfus oranına ilişkin gerçekleşme ve projeksiyon grafiği Türkiye'de genç nüfusun toplam içerisindeki payı düşerken yaşlı nüfusun payının artmaya devam edeceğini işaret etmektedir.

Yaşlanan nüfus ve buna bağlı olarak hastalık yükünün daha kronik/karmaşık hastalıklara kayması nedeniyle sağlık hizmetlerine olan talepte artış beklentisi olağandır.

Yaş grubuna göre nüfus oranı, 1935-2080



Kaynak: TÜİK (https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Istatistiklerle-Yaslilar-2021-45636 Erişim tarihi: 02.11.2022)

Yüksek gelir grubunda özel sağlık hizmeti talebinin hızlı artması beklenmektedir

Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği'nin (TOBB) Aralık 2017 yayınladığı sağlık sektörü raporuna göre özel hizmet sunucuları sektörü 2009-2015 döneminde ortalama yıllık %13 büyüyerek toplam hizmet sunucuları arasında %25 civarında bir paya sahip olmuştur. Özel sektör özellikle de büyük hastane zincirleri, coğrafi genişleme ya da satın almalar yoluyla sektöre yatırım yapmaktadır. Üst orta ve yüksek gelirli hanelerin daha hızlı büyümesi sebebiyle, özel sağlık hizmeti sunucularına olan talebin artması beklenmektedir. (Kaynak: https://www.tobb.org.tr/saglik/20171229-tss-genel-bakis-tr.pdf Erişim tarihi: 02.11.2022)

Ayrıca maliyet ve hizmet kalitesi avantajı etkisiyle sağlık turizmi için gelen hasta sayısında da önemli artışlar olmaktadır. Türkiye yaygın olan pek çok operasyon için rekabetçi fiyatlar sunmasıyla sağlık turizmi sektöründe avantajlı bir konumdadır.

3.9.1. Devlet Sağlık Harcamalarının Tarihsel Seyri

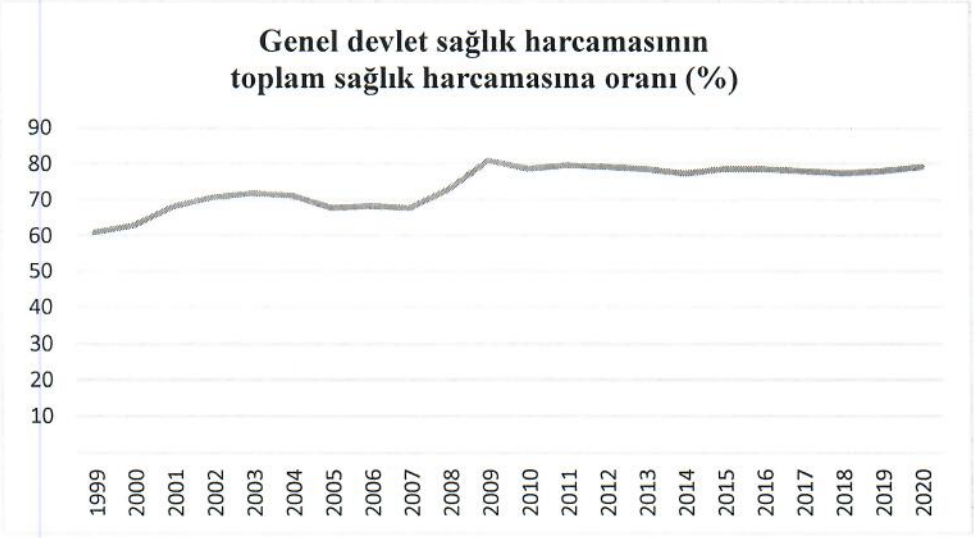
Sosyal güvenlik; insanların gelirlerine bakılmaksızın, toplum huzurunu ve refahını bozan sosyal tehlikelerin verdiği zararlardan "insan hakkı" ve esas itibarıyla da "devlet görevi" olarak, primli ya da primsiz sistemlerin kullanılması suretiyle insan hayatının bugün ve gelecekteki risklere karşı korunması ve güvence altına alınmasıdır.

Sosyal güvenlik sistemleri insanların hayatları boyunca karşılaşacağı hastalık, yaşlılık, ölüm gibi tüm risklere karşı kendilerine ve bakmakla yükümlü oldukları kişilere güvence sağlamak için kurulmaktadır.

Sosyal güvenlik sistemi sosyal devlet anlayışının ayrılmaz parçasıdır ve de en önemli yapı taşlarındandır.

2006 yılında kanunlaşan ve 2008 yılında yürürlüğe giren sosyal güvenlik reformu ile Türkiye sosyal güvenlik sistemi yeniden inşa edilmiş, farklı sigorta statüleri, prim ödeme sistemleri, kurumlar ve kanunlar tek bir kurum ve tek bir kanun altında birleştirilmiştir.

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.



Kaynak: TÜİK

"Reform sonrası sosyal güvenlik 2010-2020" yayınından derlenen verilere göre (Kaynak: http://www.sgk.gov.tr/wps/portal/sgk/tr/kurumsal/basin_odasi/yayinlar) Erişim tarihi: 08.06.2022

- Sosyal Güvenlik Kurumu Türkiye'nin en yüksek bütçeli kurumlarından biri olup, genel sağlık sigortası uygulaması ile beraber nüfusun tamamına yakınına hizmet vermektedir.
- 2010 yılında 61,5 milyon olan Sosyal Güvenlik Kapsamı 2020 yılında 72.2 milyon kişiye yükselmiştir.
- 2010 yılında 10,6 milyon olan 4/1-(a) sigortalı sayısı 2020 yılında 17.4 milyon kişiye;
- 2010 yılında 3,3 milyon kişi olan 4/1-(b) sigortalı sayısı 2020 yılında 2.8 milyon kişiye;
- 2010 yılında 2,3 milyon kişi olan 4/1-(c) sigortalı sayısı 2020 yılında 3.1 milyon kişi olmuştur.
- 2010 yılında 16,2 milyon olan aktif sigortalı sayısı 2020 yıl sonu itibarıyla 23.3 milyon kişiye yükselmiştir. 10 yıllık süreçte aktif sigortalı sayısındaki artış yaklaşık % 44'tür.
- 2010 yılında % 83 olan sigortalı sayısının nüfusa oranı, 2020 yılsonu itibarıyla % 86 olmuştur.
- 2010 yılında genel sağlık sigortası kapsamında tescil edilenlerin sayısı 9.395.185 kişi iken, 2020 yılsonu itibarıyla 9.767.789 kişiye yükselmiştir.
- 2010 yılında 1,84 olan aktif-pasif oranı 2020 yılında 1,87 olarak gerçekleşmiştir. Aktif-pasif oranı bir emekliyi kaç çalışanın finanse ettiğini ortaya koyan, aktif şekilde çalışan sigortalıların aylık alanlara oranıdır.

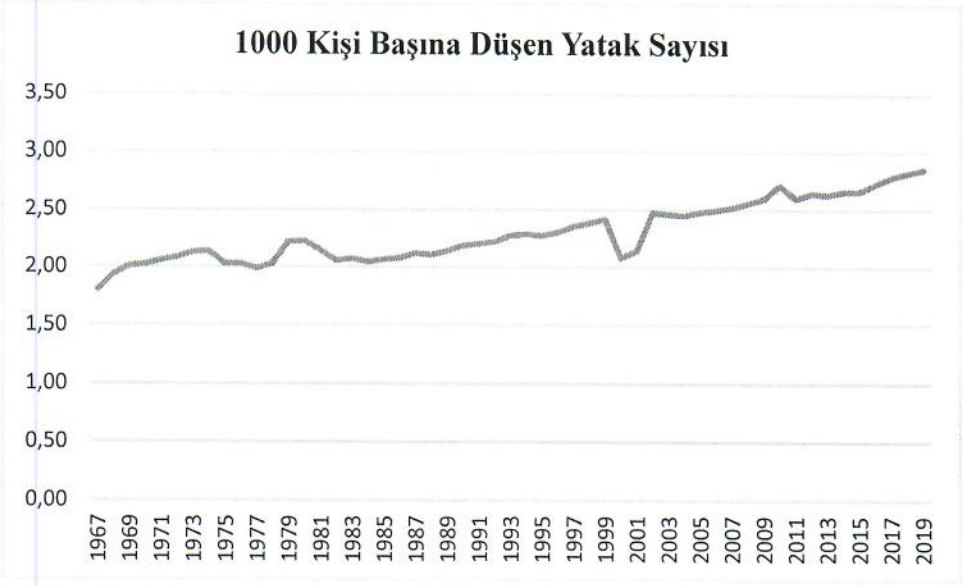
3.9.2. Özel Sektör Sağlık Harcamalarının Tarihsel Seyri

Özel hizmet sunucuları Türkiye sağlık sektörünün ayrılmaz bir parçasıdır ve Türkiye'nin sağlık harcamaları, istikrarlı şekilde büyümektedir. 3.8 nolu bölümde yer verilen grafiğe göre kamusal ve özel hizmet alanların toplam harcamalardaki payı, ödeme kurumları açısından istikrarlı bir ortama işaret edecek şekilde yılda %15'lik bir oranla artmaktadır. 2011-2020 yılları arasında genel devlet harcamaları %15,4 YBBO ile artarken aynı dönemde özel sektör sağlık harcamalarının %15,7 YBBO olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılında pandeminin sağlık sektörüne etkisi arındırıldığında yani 2011-2019 dönemi için YBBO ise genel devlet harcamaları için %14,1 özel sektör için ise %15,5 olarak gerçekleşmiştir.

Özel sektörün toplam sağlık harcamaları içindeki payı 2011'de %20 seviyesinden istikrarlı bir şekilde yıllar itibarıyla artarak 2019 yılında %22'ye ulaşmış, 2020 yılında ise devletin sağlık harcamalarında görülen olağanüstü artış nedeniyle payı %20,7'ye düşmüştür.

- Finansman hedefine göre: Hizmet sunucuları yılda %14'lük bir oranla güçlü bir reel büyüme göstermektedir. Kaynak: https://www.tobb.org.tr/saglik/20171229-tss-genel-bakis-tr.pdf Erişim tarihi: 08.06.2022
- Sağlık hizmetleri talebi, yaşlanan nüfus ve buna bağlı olarak hastalık yükünün daha kronik/karmaşık hastalıklara kayması nedeniyle yükselecektir.
- OECD seviyeleri ve mevcut üniversiteye giren sayıları göz önüne alındığında, sağlık personeli başta olmak üzere sağlık hizmetleri arzı artış gösterecektir.
- Özel hizmet sunucuları sektörü, 2009 yılından bu yana yılda %13 büyümekte olup toplam hizmet sunucu harcamalarında yaklaşık %25-27'lik istikrarlı bir pazar payı elde etmiştir.
- Özel hizmet sunucuları sektörü, her yıl yaklaşık 1,6 milyon ameliyat gerçekleştirme, en karmaşık cerrahi operasyonların yaklaşık %53'ünün üstesinden gelme ve sektörün genel olarak gelişmesine ve ilerlemesine katkıda bulunma gibi özellikleri dikkate alındığında Türkiye sağlık sektörünün vazgeçilmez bir parçasıdır.
- Özel hizmet sunucuları farklı sosyoekonomik hasta segmentlerine hizmet sunabilmek adına iyi konumlandırılmıştır.
- Özel sektör, özellikle de büyük hastane zincirleri, coğrafi genişleme ya da satın alma yoluyla yatırım yapmaktadır.

Yatak sayısının tarihsel gelişimi (Her 1000 Kişiye Düşen) aşağıdaki grafikdeki gibidir:



Kaynak: TÜİK (https://data.tuik.gov.tr/Kategori/GetKategori?p=saglik-ve-sosyal-koruma-101&dil=1Erişim tarihi: 02.11.2022)

Türkiye'deki hastane sayılarının tarihsel gelişimi aşağıdaki gibidir:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
TOPLAM	**1.439**	**1.453**	**1.483**	**1.517**	**1.528**	**1.533**	**1.510**	**1.518**	**1.534**	**1.538**	**1.534**	**1.547**
Sağlık Bakanlığı	843	840	832	854	866	865	876	879	889	895	900	908
Üniversite	62	65	65	69	69	70	69	68	68	68	68	68
Özel	489	503	541	550	556	562	565	571	577	575	566	571
Diğer	45	45	45	44	37	36	-	-	-	-	-	-

Kaynak: TÜİK, Sağlık Hizmetleri Genel Müdürlüğü (https://sbsgm.saglik.gov.tr/Eklenti/44131/0/saglik-istatistikleri-yilligi-2021-haber-bultenipdf.pdf Erişim tarihi: 02.11.2022)

İzmir'deki hastane sayılarının tarihsel gelişimi ise aşağıda sunulmuştur.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
TOPLAM	**53**	**55**	**56**	**59**	**59**	**57**	**56**	**58**	**58**	**60**	**61**
Sağlık Bakanlığı	29	29	27	29	28	28	28	28	28	29	
Üniversite	3	4	4	4	4	4	3	3	3	3	
Özel	19	20	23	24	25	23	25	27	27	28	
Diğer	2	2	2	2	2	2	-	-	-	-	-

Kaynak: TÜİK, Sağlık Hizmetleri Genel Müdürlüğü

Kamu ve Özel yataklı sağlık kurumlarının tarihsel yatak sayıları yıllar itibarıyla aşağıdaki gibidir.

Yıllar	Toplam	Sağlık Bakanlığına Bağlı	Pay %	Üniversite	Pay %	Özel	Pay %	Diğer	Pay %
1967	**59.173**	47.728	80,66	2.442	4,13	3.652	6,17	5.351	9,04
1970	**71.486**	57.725	80,75	4.404	6,16	3.894	5,45	5.463	7,64
1980	**99.117**	75.484	76,16	13.501	13,62	3.868	3,90	6.264	6,32
1990	**120.738**	92.354	76,49	18.068	14,96	6.230	5,16	4.086	3,38
2000	**134.950**	96.334	71,38	23.838	17,66	12.162	9,01	2.616	1,94
2001	**140.710**	100.845	71,67	25.296	17,98	11.837	8,41	2.732	1,94
2002	**164.471**	107.394	65,30	26.341	16,02	12.387	7,53	18.349	11,16
2003	**165.465**	107.771	65,13	26.619	16,09	12.917	7,81	18.158	10,97
2004	**166.707**	108.511	65,09	28.025	16,81	12.671	7,60	17.500	10,50
2005	**170.972**	110.109	64,40	29.014	16,97	13.876	8,12	17.973	10,51
2006	**174.342**	110.819	63,56	31.193	17,89	14.639	8,40	17.691	10,15
2007	**178.000**	112.037	62,94	30.978	17,40	17.397	9,77	17.588	9,88
2008	**183.183**	114.428	62,47	29.912	16,33	20.938	11,43	17.905	9,77
2009	**188.638**	115.443	61,20	30.112	15,96	25.178	13,35	17.905	9,49
2010	**200.239**	120.180	60,02	35.001	17,48	28.063	14,01	16.995	8,49
2011	**194.504**	121.297	62,36	34.802	17,89	31.648	16,27	6.757	3,47
2012	**200.072**	122.322	61,14	35.150	17,57	35.767	17,88	6.833	3,42
2013	**202.031**	121.269	60,02	36.056	17,85	37.983	18,80	6.723	3,33
2014	**206.836**	123.690	59,80	36.670	17,73	40.509	19,59	5.967	2,88
2015	**209.648**	122.331	58,35	38.361	18,30	43.645	20,82	5.311	2,53
2016	**217.771**	132.921	61,04	37.707	17,31	47.143	21,65	-	-
2017	**225.863**	135.339	59,92	41.324	18,30	49.200	21,78	-	-
2018	**231.913**	139.651	60,22	42.066	18,14	50.196	21,64	-	-
2019	**237.504**	143.412	60,38	42.925	18,07	51.167	21,54	-	-
2020	**251.182**	156.965	62,49	41.987	16,72	52.230	20,79	-	-
2021	**254.497**	157.714	61,97	42.978	16,89	53.805	21,14	-	-

Kaynak: TÜİK, Sağlık Hizmetleri Genel Müdürlüğü (https://sbsgm.saglik.gov.tr/Eklenti/44131/0/saglik-istatistikleri-yilligi-2021-haber-bultenipdf.pdf Erişim tarihi: 02.11.2022)

İzmir'deki hastane yatak sayılarının tarihsel gelişimi aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
İzmir Toplamı	**11.758**	**11.178**	**11.414**	**11.361**	**11.452**	**11.466**	**11.421**	**11.922**	**11.982**	**12.248**	**12.077**
Sağlık Bakanlığı	6.281	6.320	6.300	6.188	6.083	6.051	6.349	6.538	6.712	6.756	
%	53,42	56,54	55,20	54,47	53,12	52,77	55,59	54,84	56,02	55,16	
Üniversite	2.830	2.979	2.976	2.976	2.976	2.983	2.834	2.969	2.969	2.971	

%	24,07	26,65	26,07	26,19	25,99	26,02	24,81	24,90	24,78	24,26	
Özel	972	1.367	1.590	1.597	1.835	1.882	2.238	2.415	2.301	2.521	
%	8,27	12,23	13,93	14,06	16,02	16,41	19,60	20,26	19,20	20,58	
Diğer	1.675	512	548	600	558	550	-	-	-	-	-
%	14,25	4,58	4,80	5,28	4,87	4,80	-	-	-	-	-

Kaynak: TÜİK, Sağlık Hizmetleri Genel Müdürlüğü

	2010	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Uzman hekim	**63.563**	**77.622**	**78.620**	**80.951**	**82.894**	**85.199**	**88.127**	**93.517**
Sağlık Bakanlığı	31.527	38.783	40.544	42.726	43.347	44.698	46.603	45.672
Üniversite	11.843	14.972	15.905	14.415	14.438	14.822	15.025	16.228
Özel	20.193	23.867	22.171	23.810	25.109	25.679	26.499	31.617
Pratisyen hekim	**38.818**	**41.794**	**43.058**	**44.649**	**44.053**	**46.843**	**49.760**	**53.035**
Sağlık Bakanlığı	33.229	35.833	37.173	38.721	39.442	42.300	45.291	47.216
Üniversite	262	216	203	240	291	307	285	807
Özel	5.327	5.745	5.682	5.688	4.320	4.236	4.184	5.012
Asistan hekim	**21.066**	**21.843**	**23.149**	**24.397**	**26.181**	**28.768**	**33.372**	**37.017**
Sağlık Bakanlığı	7.679	7.973	8.615	8.817	8.770	10.147	12.264	14.360
Üniversite	13.340	13.622	14.534	15.580	17.411	18.621	21.108	22.657
Özel	47	248	-	-	-	-	-	-
Toplam hekim	**123.447**	**141.259**	**144.827**	**149.997**	**153.128**	**160.810**	**171.259**	**183.569**
Sağlık Bakanlığı	72.435	82.589	86.332	90.264	91.559	97.145	104.158	107.248
Üniversite	25.445	28.810	30.642	30.235	32.140	33.750	36.418	39.692
Özel	25.567	29.860	27.853	29.498	29.429	29.915	30.683	36.629

Kaynak: TÜİK, Sağlık Hizmetleri Genel Müdürlüğü (https://sbsgm.saglik.gov.tr/Eklenti/44131/0/saglik-istatistikleri-yilligi-2021-haber-bultenipdf.pdf Erişim tarihi: 02.11.2022)

3.10. COVID-19 Salgınının Sağlık Sektörüne Etkileri

2020 yılında tüm dünyayı etkisi altına alan COVID-19 Salgını, sağlık sektörünün işleyişine yönelik değişkenler üzerinde ciddi yansımalara sebep olmuştur.

COVID-19 salgınında ikinci yıl geride kalırken tüm dünyada sağlık sistemlerinin odağını oluşturmaya devam etmektedir.

Dünya Sağlık Örgütü'nün (DSÖ) verilerine göre Mart 2022 ortası itibarıyla tüm dünyada toplam vaka sayısı 450 milyonun üzerindedir. Günlük vaka sayısı iki milyon civarında seyretmekte olup toplam can kaybı altı milyonu aşmış durumdadır.

Tüm dünyayı etkisi altına alan COVID-19 salgını boyunca sağlık hizmetlerine erişimde zorlanıldığı görülmüş, tüm dünyada sağlık sistemleri hızla artan hasta sayısına yetişmekte

zorlanmıştır. Sağlık çalışanlarının sayısının yetersiz kalması, ekipman ve altyapı yetersizliği ve tedarik zincirlerindeki aksaklıklarla sağlık sistemlerinin maliyetlerinin artması, altyapı ve hizmet verme modellerinin dijital dönüşüm ile daha düşük maliyetler temelinde değişmesi ve geliştirilmesi sürecini doğurmuştur.

Ayrıca, aşılama oranlarının düşüklüğü ve bozuk gelir dağılımı salgınla mücadeleyi sekteye uğratmakta ve bu nedenle diğer sağlık hizmetlerine yönelik talebe verilebilen yanıt birçok ülkede hala sınırlı kalmaktadır. Düzenli olarak yapılan genel sağlık kontrollerinden acil tedavilere kadar geniş bir yelpazede talebin ertelendiği görülmektedir.

Salgın sonrası dönemde tüm dünyada sağlık konusu öncelikli hale gelmiş ve birçok ülke daha eşit, makul kalite ve fiyatta hizmet altyapısı oluşturabilmek üzere adımlar atmaktadır.

Salgının tetiklediği değişime adaptasyon sürecindeki sektörde yeni tüketici davranışlarıyla birlikte sağlık hizmetlerinde de yeni fırsatlar ortaya çıkmaktadır. Sosyal mesafe, sokağa çıkma yasakları gibi tedbirler tele-sağlık hizmetlerine yönelimi desteklemiştir. Sağlık kapsamındaki tüm hizmetlerin uzaktan sağlanması için kameralar, video konferans yazılımları, 5G, nesnelerin interneti, yapay zeka ve büyük veri vb. teknolojilerin kullanımını içeren tele-sağlık sektörünün salgın sonrasında altı-yedi kat büyüdüğü belirtilmektedir.

Teknolojik gelişmeler sağlık hizmetlerinin kişiselleştirilebilmesine olanak verirken diğer yandan salgın nedeniyle yaşanan aksaklıklar dolayısıyla sisteme bakış bireyselden toplum odaklı bir bakış açısına dönüşümü teşvik etmektedir. Ayrıca, tüm dünyada yaşanan demografik değişimler sağlık hizmetlerinin kitlelere ulaştırılma yöntemlerinin değişmesi ve zorunluluğunu getirmektedir. Yaşlanan nüfusun önceki nesillere kıyasla daha uzun yaşaması, bununla birlikte daha fazla sağlık hizmetine ihtiyaç duyulması beklenmektedir. KPMG'nin 2019 tarihli "Sağlık Hizmetleri 2030" makalesinde 65 yaş üzeri nüfusun 2030 yılında ABD nüfusunun %21'ini, 2060 yılında ise yaklaşık %25'ini oluşturmasının beklendiği belirtilmektedir. Ayrıca, aynı tarihte 83,4 milyon kişinin üç veya daha fazla kronik hastalığa sahip olacağı öngörülmektedir. Kalp rahatsızlıkları tedavi maliyetlerinin 818 milyar USD ile iki kat artarak ABD'nin toplam sağlık harcamalarının %17'sini oluşturacağı tahmin edilmektedir. Sadece diyabet bakımının maliyetinin 622 milyar USD olması beklenmektedir.

Birleşmiş Milletler'in (BM) "Dünya Nüfus Beklentileri 2019" raporunda yer alan tahminlere göre dünya nüfusunun gelecek otuz yılda iki milyar kişi artarak 2050'de 9,7 milyara yükselmesi beklenmektedir. Ortalama yaşam süresindeki artış öngörüsü (2019'daki 72,6'dan 2050 yılında 77,1'e yükselmesi beklenmekte) nüfus artışı beklentisinde önemli bir rol oynamaktadır. Nüfusun bazı ülkelerde azalmasına karşın tüm ülkelerin yaşlandığı bir gerçektir. Tarihte ilk kez 2018 yılında dünyada 65 yaş ve üzerindeki kişi sayısı 5 yaşın altındaki çocuk sayısını geçmiştir. Tahminlere göre 2050 itibarıyla 65 yaş ve üzeri nüfus 5 yaş altı nüfusun iki katından fazla olacak ve ayrıca 15-24 yaş arası nüfusu geçecektir.

Hastanelere başvuru sayıları, cerrahi operasyon sayıları, tıbbi malzeme tedariki, personel istihdamı, Kanun koyucuların yapmış oldukları kural değişikleri sağlık sektörünün direkt ve dolaylı yollardan etkisi altına almıştır. Salgının etkisi ile sağlık hizmetlerine başvurma eğiliminde azalma, sokağa çıkma kısıtlamalarının etkisi ile bulaşıcı mevsimsel hastalıklardaki azalma ve hastanelerden COVID-19 bulaşma kaygıları hastaneye başvuru sayılarının gerilemesini tetiklemiştir. Kamu hastanelerinin dönemler halinde salgın odaklı çalışmaları, rutin işleyişlerini salgını önceleyerek değiştirmiş olmaları ise özel hastanelerde yapılan cerrahi müdahale sayılarında artışlara neden olmuştur.

COVID-19 salgınında tüm dünyada yoğun bakım yatağı ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Ülkemizde özel hastanelerin yoğun bakım yatak sayılarının fazla oluşu ve kamunun bu hizmetler için yaptığı ödemelerdeki iyileştirmeler özel hastanelere olumlu mali katkı sağlamıştır. Hasta başvuru sayısının azalmasının yol açtığı mali kayba rağmen, yoğun bakım yatakları ve cerrahi tedaviler ve diğer nedenlerle yatan hasta artışı ile özel sektör açısından olumsuz mali sonuçlarla karşılaşılmasının önüne geçmiştir. Bu tablo, salgın sürecinin uzamasının, ülkeye genel ekonomik etkilerinin sektöre yansıması dışında sektöre özel, olumsuz bir seyre neden olacağını düşündürtmemektedir. Tıbbi malzeme temininde ortaya çıkan zorluk ve fiyatlardaki artış, salgının başlangıç dönemlerinde sektör üzerinde olumsuz etkiler yaratmışsa da ilerleyen süreçte bu sıkıntıların büyük ölçüde aşılmış olması sektörün gelecekte bu tür sıkıntı yaşamayacağını göstermektedir.

Salgının etkisi ile ilk dönemde özel sağlık sektörü tarafında yeni sağlık personeli istihdamında zorluklar yaşanmış olmakla birlikte, sağlık personellerinin aşılanması ile bu sorunun da büyük ölçüde azaldığı görülmektedir. Yasal otoritenin kamu sağlık kuruluşlarından hekim ayrılışlarına engel getirmesi özel sağlık hizmet sunucularında yeni hekim istihdamında zorluklara yol açmıştır. Yaygınlaşan aşılamanın da etkisi ile mevcut durum normalleşmeye başlamıştır.

Bahsedilen sebeplerden dolayı salgın sürecinde özel hastanelerin gelirlerinde ciddi bir azalış gözlenmemiştir.

3.11. Özel Hastanelerin Vakıf Üniversiteleri ile İşbirliği (Afiliasyon)

Tıp ve/veya diş hekimliği fakültesi bulunan ancak sağlık uygulama ve araştırma merkezi bulunmayan veya sağlık uygulama ve araştırma merkezinde yeterli kapasite ve eğitim altyapısı bulunmayan vakıf üniversiteleri; tıp ve diş hekimliğinde lisans eğitimi, tıp, diş hekimliği ve eczacılıkta uzmanlık eğitimi ile araştırma faaliyetleri için yeterli kapasite ve eğitim altyapısı bulunan özel hastaneler ile iş birliği yapabilmektedir.

Yükseköğretim Kurulunun uygun görüşüyle vakıf üniversitelerinin, ilgili mevzuatı gereğince gerekli izinleri alması kaydıyla özel hastane ile iş birliği yapılması halinde üniversite personeli olan hekimler Sağlık Bakanlığının kadro planlamasından muaf olarak özel hastanelerde çalışabilmektedir. Bu da hastane yönünden daha fazla hekimin hizmet üretmesi ve ciro ya katkı koyması anlamına gelmektedir.

Sadece üniversite hastanelerinde kurulmasına izin verilen (Örneğin; organ nakli vb.) farklı uzmanlık dallarının gerektirdiği tıbbi hizmet birimleri ile teknoloji yoğunluklu tıbbi cihazlar Sağlık Bakanlığı'nın planlama kriterlerinden muaf olarak kurulabilmektedir.

Vakıf üniversitesi ile iş birliği yapan özel hastane, sağlık ve uygulama araştırma merkezi yani üniversite hastanesi niteliğine kavuşmaktadır.

Üniversitelerin saygın kimlikleri iş birliği yaptığı hastaneye de beraberinde saygınlık getirmektedir.

Özel hastanelerin vakıf üniversiteleri ile iş birliği; hekimlerin akademik dünyadan kopmadan hekimlik faaliyetlerinde bulunabilme, araştırmalarını yapabilme koşullarını ve birlikte yürütebilme olanağını da sunduğundan cazip gelmekte ve bu cazibe hekimlerin üniversite hastanesinde çalışma arzularını çok belirgin hale getirmektedir. Hastaneler de bu sayede farklı şehirlerden, hatta farklı ülkelerden nitelikli hekim iş gücünü kolay elde etme, hatta bilim adamı ithal etme şansını kolaylıkla bulmakta ve dolayısıyla daha nitelikli personelle çalışma imkanını yakalamış olmaktadır.

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Oluşan bu iklim ile akademik yaklaşım hastaneye hakim olmaktadır. Bu hastaların da tercih etme nedeni haline gelmektedir. Dolayısıyla bu faktörler hastanenin bilinirliği ve marka değerlerinin yükselmesinde de oldukça önemli katkı sağlamaktadır.

Sağlık hizmet sunucuları Sağlık Bakanlığı tarafından birinci, ikinci ve üçüncü basamak olarak basamaklandırılmaktadır. Sağlık Uygulama Tebliği'nde (SUT) yer alan bu basamaklandırmaya göre; özel hastaneler, ikinci basamak özel sağlık kurumları arasında yer alırken üniversite hastaneleri ile bu hastanelere bağlı sağlık uygulama ve araştırma merkezleri üçüncü basamak resmi sağlık kurumları arasında yer almaktadır.

Bu durumda iş birliği yapan özel hastane, vakıf üniversitesi için uygulama ve araştırma merkezi olarak kabul edildiğinden, söz konusu özel hastane de SUT kapsamında üçüncü basamak resmi sağlık kurumu, yani üniversite hastanesi olarak değerlendirilmektedir.

Öte yandan, 5510 sayılı Kanunun 72. maddesine göre ise SGK tarafından sağlık hizmet sunucusuna ödenecek bedel belirlenirken üçüncü hizmet basamağı olarak dikkate alınır ve iş birliği yapan özel Hastanenin diğer ikinci basamak sağlık kurumlarına göre geri ödeme kurumu olan SGK'ne düzenleyeceği fatura tutarları da %10 ila %50 arasında daha yüksek oranda gerçekleşmiş olur.

Diğer yandan, tıp ve/veya diş hekimliği fakültelerinin lisans öğrencileri, uzmanlık öğrencileri ile sağlık bilimleri fakültesinin lisans öğrencileri, sağlık meslek yüksekokulu öğrencileri eğitimlerinin gereği sayılan her türlü uygulamayı protokol yapılan hastanede yapma hakkına kavuşmaktadır, bu yolla Hastane de ücretsiz olarak işgücü temin etmiş olmakta ve maliyet kalemleri içerisinde en yüksek kalemi oluşturan işçilik maliyetlerin düşmesini de beraberinde getirmektedir.

27/02/2015 tarihinde İzmir Tınaztepe Üniversitesi'nin kuruluşuna izin verilmesi istemiyle Ses-Sağlık Eğitim ve Spor Vakfı tarafından YÖK'e müracaat yapılan müracaat sonucu İzmir Tınaztepe Üniversitesi, 09.05.2018 tarihinde kabul edilen ve 18.05.2018 tarih ve 30425 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanmış olan 7141 sayılı Yükseköğretim Kanunu İle Bazı Kanun Ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde değişiklik yapılmasına dair Kanun'un Ek 192. maddesi ile kurulmuş ve 2020-2021 Eğitim Öğretim yılında Tıp Fakültesi, Sağlık Bilimleri Fakültesi, Sağlık Hizmetleri Meslek Yüksekokulu ile, 10 bölümde, %100 doluluk ve 469 Öğrenci ile eğitim öğretime başlamıştır.

Şirket ile İZTÜ arasındaki ilişki, kuruluşunda verdiği taahhütler nedeniyle bağış ilişkisinden ibarettir. 30/03/2021 tarihinde yapılan 2020 yılı Olağan Genel Kurul toplantısında oy birliği ile alınan karar gereği Şirket'in bir takvim yılı içerisinde yapabileceği bağış tavanı tutarı önceki yılın VUK'a göre bulunan net dönem karının %10'u olarak belirlenmiştir.

Üniversite hastanesi olmak yönünde Özel Tınaztepe Hastanesi ve Özel Tınaztepe Galen Hastanesi için 24.05.2022 tarih ve 7282 sayılı yazı ile YÖK'e afiliasyon başvurusu yapılmış olup 06.10.2022 tarihli YÖK Genel Kurulu'nda afiliasyon başvurusu onaylanmıştır.

Şirket tarafından 15.08.2022 tarih ve 2022/016 sayılı yönetim kurulu kararı ile Özel Tınaztepe Hastanesi ile Özel Tınaztepe Galen Hastanesinin İzmir Tınaztepe Üniversitesi (İZTÜ) ile afiliasyon/iş birliğine,

4. Özel Tınaztepe Hastanesi ile Özel Tınaztepe Galen Hastanesi, 17.05.2017 tarihli "Vakıf Üniversiteleri ile Özel Hastanelerin İşbirliğine İlişkin Usul ve Esaslar" ve 22.06.2017 YÖK Genel Kurulu kararı uyarınca hazırlanmış olan 24.05.2022 tarihli protokolün YÖK ve Sağlık Bakanlığı onayını takiben 1 ay içinde Özel Tınaztepe

Hastanesi ve Özel Tınaztepe Galen Hastanelerinin İzmir Tınaztepe Üniversitesi (İZTÜ) Sağlık Uygulama ve Araştırma Merkezi'ne (SUAM) olarak hizmet vermeye başlanması,

5. Afiliasyon/iş birliği çerçevesinde, iş birliğine konu hastanelerin ruhsat devri yapılmaması, işletme ve personel sorumluluğunun Şirketimizde olmasından dolayı SUAM 'a söz konusu hastanelerin KDV hariç net cirosu üzerinden %1'i oranında pay verilmesine,

6. Şirket ile SUAM arasında imzalanacak protokolde asgari yukarıdaki hususların yer almasına,

oy birliği ile karar verilmiştir.

3.12. Türkiye'de Sağlık Sektörü GZFT (SWOT) Analizi

Güçlü Yönler

- Genç nüfus yapısı hızlı büyüyen sektörün insan kaynakları ihtiyacı karşılanması açısından önemli bir avantajdır.
- Sağlık personeli ve hekimler nitelikli eğitime sahip olup, dağılımı bir ölçüde bozuk olmasına karşın yeterli sayıdadır.
- Toplumumuzda hafif ve ağır hastalıklarda tıp merkezlerine başvuru alışkanlığı yerleşmiştir.
- Özel hizmet sunucularında fiziksel altyapı ve donanım yeterli düzeyde olup teknik ve teknolojik gelişmeler takip edilmektedir.
- Ülkemizde özel hastane işletmeciliği son dönemde teşvik edilmiş olup özel sermaye yeterli sektör deneyimine kavuşmuştur.
- Sağlık hizmetleri toplumun zorunlu ihtiyaçları arasında ilk sıralarda yer almaktadır.

Zayıf Yönler

- Türkiye'de sağlık sektörünün büyüme potansiyelinin yüksek olduğu açıktır. Bununla birlikte veriler mevcut durumda sağlık harcamalarının OECD ülkelerine kıyasla oldukça düşük olduğunu göstermektedir. Halkın genel gelir düzeyi düşüktür.
- Sağlık personeli için verim esaslı ödüllendirme mekanizması zayıftır.
- Türkiye sağlık sektöründe teknik donanım, ilaç ve sağlık malzemesi olarak büyük ölçüde dışa bağımlıdır. Dolayısıyla sektörde faaliyet gösteren işletmeler döviz kurlarındaki değişim gibi bazı finansal risklere karşı hassastır.
- Hizmet sunumunun ülke genelinde eşit dağılmaması bazı bölgelerde hasta yığılmalarına neden olmaktadır. Planlama eksikliği mevcuttur.
- Sektörün görünümü, organizasyonu ve geleceğine ilişkin istatistik çalışma ve

projeksiyonlar yeterli düzeyde ve yaygın değildir.

Fırsatlar

- Dünyada ve ülkemizde sağlık sektörünün geçmiş performansı ve projeksiyonlar güçlü büyüme potansiyelini ortaya koymaktadır. Salgın sürecinde yaşanan yöntemsel dönüşümler ve teknolojik gelişmelerin sektörde daha fazla uygulama alanı bulmasıyla birlikte söz konusu büyüme potansiyelinin güçlendiği düşünülmektedir.
- Türkiye'de sektörün büyüme potansiyeli dünya genelinin üzerindedir. Kişi başına düşen sağlık harcamalarının ve sağlık harcamalarının GSYİH'ye oranının OECD ülkelerine kıyasla düşük olması yüksek büyüme potansiyelini işaret etmektedir.
- Ülkemizde hizmet sunumunun bölgeler arasında eşit dağılmaması sektörün zayıf bir yönü olarak öne çıkmakla birlikte yatırımcılar açısından belirli fırsatları da beraberinde getirmektedir.
- Nesnelerin interneti vb. yeni teknolojilerin dünya genelinde sağlık sektöründeki verimsizliği azaltarak operasyonel maliyetlerde yıllık 100 milyar USD civarında tasarruf sağlayabileceği, ayrıca doktor ve hemşireler üzerindeki yükü hafifleterek hizmet kalitesine katkı sağlayabileceği düşünülmektedir. Araştırma şirketi Insider Intelligence'ın hesaplamasına göre 2021 yılında sağlık harcamalarında 5G kullanımından kaynaklı tasarruf 600 milyon USD olmuştur. 2030 itibarıyla yıllık tasarrufun 94 milyar USD seviyesine ulaşabileceği hesaplanmıştır.

Tehditler

- Özel hizmet sunucuları arasında zincir hastanelerin payının artması bir noktadan sonra rekabet noktasının yüksek kalite sunarak değer yaratmaktan ziyade maliyet odaklı hizmet eğilimine kaymasına neden olabilir. Aşırı rekabetçi bir pazar oluşması halinde kârlılığın düşmesi nedeniyle bir noktadan sonra maliyet azaltmak için daha düşük kalitede hizmet sunmaya teşvik edebilir.
- Üniversite hastanelerinin sayısının hızlı artması eğitimin niteliğinin düşmesine ve ihtiyaçtan fazla sağlık personelinin yetiştirilmesi risklerini içermektedir. Bu durum halk sağlığı açısından da tehlike oluşturabilir. Ayrıca kaynakların verimsiz kullanımı söz konusu olabilir.
- Sağlık sektörünün ekonomik büyüme ve değer yaratmada dinamo sektörlerden biri haline gelmesi mevcut ve ileride karşılaşılabilecek sorunlara derinlikli ve kalıcı çözümler geliştirilmesinden ziyade popülist ve palyatif yaklaşımların benimsenmesine neden olabilir.
- Donanım, ilaç ve malzeme olarak dışa bağımlılık, sektörün ekonomiden aldığı pay arttıkça hem makro ekonomik hem de sektör açısından belirli ekonomik ve finansal riskleri gündeme getirmektedir.
- Donanım, ilaç ve malzeme maliyetleri her geçen yıl artmaktadır. Bu durum, tüm dünya ekonomileri ve sağlık sektörleri için ciddi bir tehdit oluşturmaktadır. Sağlık hizmetlerinin finansmanı zorlaşmakta olup ilaç ve malzemede dışa bağımlılık ülkemiz açısından bu bağlamda ek riskler doğurmaktadır.
- Sektörde kullanılan ürünlerin pek çoğunun ithal edilmesinin genel ekonomik koşullara bağlı olarak maliyetleri artırması dolayısıyla kurumları daha düşük

kalitede ikame ürünlere yöneltebilir. Dolayısıyla düşük kalitede ürün kullanımdan kaynaklı olarak komplikasyonlarda artışlar meydana gelebilir.

- Sektörde faaliyet gösteren şirketler, sağlık kuruluşlarının ve personelinin ruhsatlandırılması ve faaliyette bulunmalarına, tesis açılması ve yeni teçhizat ve hizmetler sunulmasına, personelin sahip olması gereken niteliklere ve hizmetlerin fiyatlandırılmasına ilişkin yasal düzenlemelere tabidir. Söz konusu düzenlemelerde gidilebilecek değişiklikler faaliyetleri etkileyebilir.
- Özel sağlık sektörüne sağlanan mali katkılara ilişkin olası yasal düzenlemeler ve özel sağlık sigortalarında teminat kapsamının değiştirilmesi ihtimali faaliyetler üzerinde etkili olabilir.
- Doğal felaketlerin giderek sıklaşması, çeşitliliği ve şiddetinin artması sağlık sistemlerinin altyapıları için risk oluşturmaktadır. Tüm dünyada sağlık hizmeti veren birçok tesis ve bağlı olduğu ulaşım ağı gibi diğer hizmetler aşırı hava olaylarına karşı dayanıklı olarak tasarlanmamıştır. Fiziksel altyapılarında oluşabilecek olası zararlar sonucunda sağlık hizmetlerine erişim kısıtlanabilir.
- Aynı nedenden kaynaklı olarak sistemi besleyen tedarik zinciri ve iş gücü açısından da risk mevcuttur. Beklenmedik doğa olayları medikal malzeme tedarikini sekteye uğratabilir. Deloitte'nin 2022 Küresel Sağlık Hizmetleri Görünümü Raporu'na göre 2012 yılında Atlantik Okyanusu'nda oluşan ve kayıtlara geçen en büyük kasırga olan Sandy Kasırgası nedeniyle altı hastane ve yirmi bir bakım merkezinden toplam 6.400'ün üzerinde hasta tahliye edilmek durumunda kalmıştır. NYU Langone Medical Center'da yaklaşık 1milyar USD tutarında hasar oluşup 18 ay boyunca acil servis bölümü olmadan hizmet vermek durumunda kalmıştır. İklim değişikliğinin potansiyel etkileri göz ardı edilmemelidir.
- Salgının değişim göstererek kısıtlayıcı sosyal önlemlerin artırılmasını gerektirecek bir tablo ortaya çıkmasına ihtimali hala mevcuttur. Salgının yayılma hızı ve ölüm oranlarında belirgin bir artış olması halinde hastaların tıbbi destek alma eğilimleri azalabilir. Zira salgın döneminde hastalığın bulaşma riskinin hastanelerde yüksek olacağı düşüncesi ve çok sayıda hastanenin pandemi hastanesi ilan edilmesi hastaneye müracaat oranlarını düşürmüştür. Acil başvuruları, ameliyat sayılarında düşüşler olmuştur. Salgın sürecine ilişkin öngörülebilirlik düşük olup gelecekte benzer gelişmelerin yaşanması riski mevcuttur.
- Bilimsel gelişmeler hastalıkların teşhis ve tedavi yollarını değiştirmektedir. İlaç şirketleri ve teknoloji devlerinin yatırımları ile akademik araştırmalar tıp biliminde hızlı gelişmelere neden olmaktadır.
- Ancak yeni tedavilerin, medikal ürünlerin geliştirilmesindeki yüksek Ar-Ge maliyetleri, kişiselleştirilmiş ilaçların maliyeti ve ölçeklendirilebilir olmaması sektördeki dönüşümün önünde engel olarak görülmektedir. Bu bağlamda birçok fikrin uygulamaya müsait olmadığı veya mevcut haliyle yüksek maliyetli olduğu düşünülmektedir.

4. Geçmiş Dönem Mali tablolar ve Önemli Finansal Bilgiler

4.1. Bilanço

31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ve 30.09.2022 tarihlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş bilanço aşağıda sunulmuştur.

	Not	Cari Dönem 30.09.2022 TL	Önceki Dönem 31.12.2021 TL	Önceki Dönem 31.12.2020 TL	Önceki Dönem 31.12.2019 TL
VARLIKLAR		**847.351.412**	**726.704.908**	**298.809.989**	**233.908.446**
Dönen Varlıklar		**317.864.638**	**226.344.131**	**163.829.727**	**95.217.789**
Nakit ve Nakit Benzerleri	40	184.740.025	153.918.468	105.668.312	60.084.805
Finansal Yatırımlar	35	45.282.032	376.270	564.754	320.720
Ticari Alacaklar	6	54.511.163	41.500.554	34.261.860	12.891.04
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	5	4.223.517	1.959.690	2.179.215	288.253
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	6	50.287.646	39.540.864	32.082.645	12.602.788
Diğer Alacaklar	7	408.440	433.773	14.049.618	5.838.211
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	5	17.268	56.999	13.686.011	5.707.864
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	7	391.172	376.774	363.607	130.347
Türev Araçlar			--	70.719	--
Stoklar	8	19.346.378	21.589.997	7.071.588	13.467.138
Peşin Ödenmiş Giderler	9	13.576.600	7.731.689	2.142.764	2.021.122
- İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	9	13.576.600	7.731.689	2.142.764	2.021.122
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar		--	--	--	473.749
Diğer Dönen Varlıklar	21	--	793.380	112	121.003
Ara Toplam		**317.864.638**	**226.344.131**	**163.829.727**	**95.217.789**
Toplam Dönen Varlıklar		**317.864.638**	**226.344.131**	**163.829.727**	**95.217.789**
Duran Varlıklar		**529.486.774**	**500.360.777**	**134.980.262**	**138.690.657**
İştirakler, İş Ortaklıkları ve Bağlı Ortaklıklardaki Yatırımlar	4	832.450	--	--	--
Diğer Alacaklar	7	48.062	33.062	48.062	73.062
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	7	48.062	33.062	48.062	73.062
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	10	14.952.000	14.952.000	11.445.000	7.395.000
Maddi Duran Varlıklar	11	498.574.656	480.055.277	118.457.890	120.316.003
Kullanım Hakkı Varlıkları	13	14.066.935	5.143.402	3.108.644	3.834.470
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	12	44.586	34.637	51.628	67.036
-Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	12	44.586	34.637	51.628	67.036
Peşin Ödenmiş Giderler	19	968.085	142.399	462.613	885.696
- İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	9	968.085	142.399	462.613	885.696
Ertelenmiş Vergi Varlığı		--	--	1.406.425	6.119.390
Toplam Duran Varlıklar		**529.486.774**	**500.360.777**	**134.980.262**	**138.690.657**
TOPLAM VARLIKLAR		**847.351.412**	**726.704.908**	**298.809.989**	**233.908.446**

	Not	Cari Dönem 30.09.2022 TL	Önceki Dönem 31.12.2021 TL	Önceki Dönem 31.12.2020 TL	Önceki Dönem 31.12.2019 TL
KAYNAKLAR		**847.351.412**	**726.704.908**	**298.809.989**	**233.908.446**
Kısa Vadeli Yükümlülükler		**122.693.508**	**106.230.711**	**85.225.300**	**51.915.362**
Kısa Vadeli Borçlanmalar	35	2.802.587	13.448.586	26.246.589	6.330.220
- İlişkili Olmayan Taraflardan Kısa Vadeli Borçlanmalar	35	2.802.587	13.448.586	26.246.589	6.330.220
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	35	17.332.480	19.428.383	18.653.362	19.775.575
- İlişkili Olmayan Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	35	17.332.480	19.428.383	18.653.362	19.775.575
Ticari Borçlar	6	62.318.226	57.406.470	29.671.852	14.817.823
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	5	7.415.800	299.163	1.712.803	--
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	6	54.902.426	57.107.307	27.959.049	14.817.823
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	19	7.089.122	7.464.072	6.251.999	4.627.789
Diğer Borçlar	7	22.208.362	2.854.504	1.082.230	2.305.083
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	5	20.650.429	--	74.890	1.613.500
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	7	1.557.933	2.854.504	1.007.340	691.583
Ertelenmiş Gelirler	9	871.515	631.702	401.503	184.417

- İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler	9	871.515	631.702	401.503	184.417
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	30	7.478.736	4.077.756	1.724.381	--
Kısa Vadeli Karşılıklar	17	2.592.480	919.238	1.193.384	3.874.455
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	17	2.495.630	764.421	1.015.998	3.731.739
- Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	17	96.850	154.817	177.386	142.716
Ara Toplam		**122.693.508**	**106.230.711**	**85.225.300**	**51.915.362**
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler		**129.597.227**	**106.230.711**	**85.225.300**	**51.915.362**
Uzun Vadeli Yükümlülükler		**50.007.870**	**46.036.115**	**31.023.150**	**36.857.121**
Uzun Vadeli Borçlanmalar	35	14.875.259	8.407.175	27.333.699	31.977.724
- İlişkili Olmayan Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmalar	35	14.875.259	8.407.175	27.333.699	31.977.724
Ticari Borçlar	6	2.933.094	2.405.768	206.468	434.373
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	6	2.933.094	2.405.768	206.468	434.373
Uzun Vadeli Karşılıklar	17	6.228.032	3.894.863	3.482.983	4.445.024
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	17	6.228.032	3.894.863	3.482.983	4.445.024
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	30	25.971.485	31.328.309	--	--
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler		**50.007.870**	**46.036.115**	**31.023.150**	**36.857.121**
ÖZKAYNAKLAR		**674.650.034**	**574.438.082**	**182.561.539**	**145.135.963**
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar		**674.650.034**	**574.438.082**	**182.561.539**	**145.135.963**
Ödenmiş Sermaye	22	100.000.000	100.000.000	100.000.000	100.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	22	6.478	6.478	6.478	6.478
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	22	2.400.000	2.400.000	2.400.000	2.400.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	22	324.277.008	324.277.008	(1.756.045)	(2.077.055)
- Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	22	324.277.008	324.277.008	(1.756.045)	(2.077.055)
- Maddi Duran Varlık Yeniden Değerleme Artışları (Azalışları)	22	325.990.511	325.990.511	--	--
- Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	22	(1.713.503)	(1.713.503)	(1.756.045)	(2.077.055)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	22	9.143.565	4.128.881	2.307.938	2.287.530
Geçmiş Yıllar Kârları/Zararları	22	138.611.031	77.782.225	42.444.902	19.595.527
Dönem Net Kârı/Zararı	31	100.211.952	65.843.490	37.158.266	22.923.483
Toplam Özkaynaklar		**674.650.034**	**574.438.082**	**182.561.539**	**145.135.963**
TOPLAM KAYNAKLAR		**847.351.412**	**726.704.908**	**298.809.989**	**233.908.446**

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Dönen Varlıklar

Şirket'in dönen varlıkları toplamı 2019 yılında 95 milyon TL iken, 2020 yılında 164 milyon TL'ye ve 2021 yılında ise 226 milyon TL'ye yükselmiştir. 30.09.2022 itibarıyla dönen varlıkların %72'lik kısmı nakit ve nakit benzerlerinden oluşmaktadır.

Nakit ve nakit benzeri kalemleri, nakit para, vadesiz mevduat ve satın alım tarihinden itibaren vadeleri 3 ay veya 3 aydan daha az olan, hemen nakde çevrilebilecek olan ve önemli tutarda değer değişikliği riski taşımayan yüksek likiditeye sahip diğer kısa vadeli yatırımlardır.

2021 yılında Şirket'in nakit ve nakit benzerleri kalemi 2020 yılına kıyasla %45,6 oranında artış göstererek 154 milyon TL tutarında gerçekleşmiştir. Şirket'in 2021 yılsonu itibarıyla 44,8 milyon TL'si vadesiz ve 92,5 milyon TL'si vadeli olmak üzere bankalardaki toplam mevduatı 137,3 milyon TL seviyesindedir. Bu rakam 2020 yılında 92,5 milyon TL seviyesindeydi.

30 Eylül 2022 döneminde ise Şirket'in nakit ve nakit benzerleri kalemi 2021 yılsonuna göre 76 milyon TL artmış ve 230 milyon TL seviyesine ulaşmıştır. Şirket'in bankalardaki nakdi 45

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

milyon TL'si vadeli mevduat, 107,3 milyon TL'si vadesiz mevduat ve 22 milyon TL'si de banka pos alacakları olmak üzere toplamı 175 milyon TL seviyesindedir. Şirket'in nakit ve nakit benzerlerinde herhangi bir bloke bulunmamaktadır.

31 Aralık 2021 tarihi itibarıyla Şirket'in vadeli mevduatların etkin faiz oranı yabancı para mevduatlardan USD için %2,85, EURO için %1,50 ve TL mevduatlar için %19,50 olarak gerçekleşmiştir. 30 Eylül 2022 tarihi itibarıyla Şirket'in vadeli mevduatların etkin faiz oranı yabancı para mevduatlardan USD için %1,15-%4, EURO için %3 seviyesindedir.

2020 yılında ticari alacaklar kalemi 2019 yılına kıyasla %165 oranında artış göstererek 34,2 milyon TL tutarında gerçekleşmiştir. 2021 yılındaki artış ise %21 olarak gerçekleşmiş ve 41,5 milyon TL'ye ulaşılmıştır. İhraççı'nın 2021 yılı satışlarında gerçekleşen %53 oranındaki artış ticari alacaklarda %21'lik bir yükselişe neden olmuştur. 2020 yılında ticari alacaklar kalemi 2019 yılına kıyasla %165 oranında artış göstererek 34,2 milyon TL tutarında gerçekleşmiştir. Ticari alacakların kırılımı, 25 milyon TL SGK'den ve 16,5 milyon TL'si de diğer kişi, kurumlara yapılan satışlar şeklindedir. Ticari alacakların %95'lik kısmına denk gelen 39,5 milyon TL'lik tutar ilişkili olmayan taraflardan ticari alacaklardan oluşmaktadır.

30 Eylül 2022 tarihi itibarıyla ticari alacaklar, 32 milyon TL'si SGK'den olmak üzere toplamda 55 milyon TL'dir. Şirket'in ticari alacaklarının %92'si ilişkili olmayan taraflardan alacaklardan oluşmaktadır. Şirket'in ticari alacaklarının ortalama vadesi 70 gündür. Ticari alacakların reeskontunda kullanılan ağırlıklı ortalama etkin faiz oranı %15,58'dir.

2019 yılında 13,4 milyon TL olan stoklar kalemi 2020 yılında 7 milyon TL seviyesine gerilemiştir. Stoklar 2021 yılında ise %205 artış ile 21,5 milyon TL seviyesine çıkmıştır. İhraççı'nın COVID-19 pandemisi (salgını) sebebiyle özellikle 2020 yılında yaşanan tedarik sıkıntısını bertaraf edebilmek adına sarf malzeme alımı yapması stokların artışında etkili olmuştur. İhraççı, sarf malzeme fiyatlarındaki ciddi dalgalanmalardan korunabilmek ve stokların peşin alımında sağlanan iskontodan faydalanmak için genel sarf malzemesi satım alım ihaleleri ile 2022 yılı sonuna kadar olan ihtiyaçlarının önemli bir bölümünü stoklamıştır. 2021 yılsonunda stokların 6 milyon TL'lik kısmı ilaç stoku ve 15,4 milyon TL'lik kısmı ise tıbbi malzeme stoku şeklindedir.

30 Eylül 2022 tarihi itibarıyla stok tutarı 12,7 milyon TL'si tıbbi malzeme stoku olmak üzere 19,3 milyon TL'dir. Şirket'in, stok değer düşüklüğü karşılığı bulunmamaktadır. Stoklar üzerinde ipotek/rehin bulunmamaktadır. Stokların 14 milyon TL'si sigorta teminatı ile korunmaktadır.

Duran Varlıklar

Şirket'in maddi duran varlıkları, 2020 ve 2021 yılında sırası ile 118 milyon TL ve 480 milyon TL olarak gerçeklemiştir. Şirket, aktifinde kayıtlı maddi duran varlıkların gerçeğe uygun değerini belirlemek amacıyla SPK tarafından lisanslandırılmış olan Emek Değerleme tarafından değerlemeye tabii tutularak 480 milyon TL'lik maddi duran varlık değerine ulaşılmıştır.

Maddi duran varlıklar 30 Eylül 2022 tarihi itibarıyla 499 milyon TL'dir. 30 Eylül 2022 tarihi itibarıyla maddi duran varlıklar üzerinde ipotek bulunmamaktadır. Maddi duran varlıkların sigorta teminat tutarı 455 milyon TL seviyesindedir. Bu rakam 2021 yılı sonunda 211 milyon TL seviyesindeydi.

Şirketin yatırım amaçlı gayrimenkulleri gerçeğe uygun değeriyle takip edilmektedir. Bu sebeple 2020 yılında 11,4 milyon TL olan bu varlıklar 2021 yılında 14,9 milyon TL'ye ulaşmıştır. Yatırım amaçlı gayrimenkuller 30 Eylül 2022 tarihi itibarıyla da 14,9 milyon TL'dir.

Şirket, aktifinde kayıtlı yatırım amaçlı gayrimenkullerinin gerçeğe uygun değerini belirlemek amacıyla SPK tarafından lisanslandırılmış olan Karşıyaka Değerleme'ye değer tespit raporu hazırlatmıştır.

Kısa Vadeli Yükümlülükler

2020 yılında 85 milyon TL olan kısa vadeli yükümlülükler 2021 yılında %25,8 artarak 106 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Artışta temel etken stok alımı kaynaklı ticari borçlar ve henüz ödenmemiş dönem karı vergi yükümlülüğüdür.

106 milyon TL'lik kısa vadeli yükümlülüklerin 32,8 milyon TL'lik bölümü finansal borçlardan, 57,1 milyon TL'lik kısmı ilişkili olmayan taraflara ticari borçlardan oluşmaktadır. Şirket'in ticari borçları dışında kalan kısa vadeli borçlanmalar ile uzun vadeli borçların kısa vadeli kısımlarında 2020 yılına göre dikkat çekici iyileşmeler (2021 yılında kısa vadeli finansal borçlar bir önceki yıla göre %27 oranında azalmıştır) görülmüştür. Şirket'in 31.12.2021 tarihi itibarıyla finansal borçlanmaları Türk Lirası cinsinden olup faiz oranı %9,93'tür.

30 Eylül 2022 tarihi itibarıyla kısa vadeli yükümlülükler %6 artarak 123 milyon TL olmuştur. Kısa vadeli yükümlülüklerin 20 milyon TL'lik bölümü finansal borçlardan, 55 milyon TL'lik kısmı ilişkili olmayan taraflara ticari borçlardan oluşmaktadır. Şirket'in 30.09.2022 tarihi itibarıyla finansal borçlanmaları Türk Lirası cinsinden olup faiz oranı %7,50'dir.

Uzun Vadeli Yükümlülükler

2020 yılında 31 milyon TL olan uzun vadeli yükümlülükler 2021 yılında 46 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu artışın sebebi 33 milyon TL tutarındaki ertelenmiş vergi yükümlülüğüdür.

2020 yılında 27,3 milyon TL uzun vadeli finansal borçlanmalar 2021 yılına gelindiğinde 8,4 milyon TL olarak gerçekleşmiştir ki uzun vadeli yükümlülüklerdeki gerilemedeki temel etken bu unsur olarak görülmüştür. Bu iyileşme 6 milyon TL tutarında finansal kiralama işlemlerinden borçlar ile 12,5 milyon TL tutarında banka kredi azalışından kaynaklanmaktadır.

30 Eylül 2022 tarihi itibarıyla uzun vadeli yükümlülükler 4 milyon TL artarak 50 milyon TL'ye yükselmiştir.

Özkaynaklar

2020 yılında 182,5 milyon TL olan özkaynaklar 2021 yılında 574 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 2021 yılında yapılan gayrimenkul değerlemesi kaynaklı 326 milyon TL tutarındaki değerleme farkı, 2020 yılında 42 milyon TL olan ve 2021 yılında 77 milyon TL olarak gerçekleşen geçmiş yıllar karları ile 2020 yılında 37 milyon TL olan ve 2021 yılında

65,8 milyon TL olarak gerçekleşen dönem net karı kalemleri özkaynakların %214 oranında artışında etkili olmuştur.

Özkaynaklar 31.12.2021 dönemine göre 100 milyon TL artarak 30 Eylül 2022 tarihi itibarıyla 674 milyon TL'ye ulaşmıştır.

Şirket'in izahname dönemlerini içeren finansal tablolar itibarıyla hesaplanan rasyoları aşağıda yer alan tabloda sunulmuştur.

Oran Analizleri

Likidite Oranları: Şirket'in likiditesi açısından dönen varlıkların ne oranda güvenli olduğunu gösteren oranlardır. İşletmenin likidite durumunu, vadesi gelen borçları ödeme gücünü; beklenmedik piyasa şartlarında ve ekonomik durumlarda işletmenin faaliyetlerini sürdürebilme yetisinin de göstergeleridir. Bu oranların düşük olması işletmenin yeterli net işletme sermayesine sahip olmadığı ve acil borç yükümlülüklerini yerine getirmekte sorun yaşayabileceği olarak yorumlanır.

Mali Yapı Oranları: Şirket'in kaynak yapısını gösteren ve Şirket'in varlıklarının hangi kaynaklarla ne oranlarda karşılandığını gösteren oranlardır. Bu oranlar ile bir ölçüde Şirket'in uzun vadeli borçları ödeme gücü gibi mali yapı durumu analiz edilebilir.

Özkaynaklar/Aktif toplamı oranı 2019 yılında %62,05 2020 yılında %61,10 ve 2021 yılında %79,05 olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılı üçüncü çeyreğinde ise %79,62 olmuştur.

Şirket'in **Kısa Vadeli Yükümlülüklerinin, Aktifler** içindeki oranı 2019 yılında %22,19, 2020 yılında %28,52 ve 2021 yılında %14,62, 2022 yılı üçüncü çeyreğinde %14,48 olarak gerçekleşmiştir. **Uzun Vadeli Yükümlülüklerin/Aktif toplamı oranı** aynı dönemde sırasıyla %15,76 %10,38, %6,33 ve %5,90 olmuştur.

Toplam Finansal Borçlar/Özkaynaklar oranı 2019 yılında %40,02, 2020 yılında %39,57 ve 2021 yılında %7,19 olarak gerçekleşmiştir. İzahname dönemi olan 2022 yılı üçüncü çeyreğinde ise %5,19 olmuştur.

Şirket'in finansal tablolarından hesaplanan bazı mali oranlara aşağıdaki tabloda yer verilmektedir.

Likidite Oranları	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022
Cari Oran	1,83	1,92	2,13	2,59
Likidite Oranı	1,57	1,84	1,93	2,43
Nakit Oran	1,16	1,25	1,45	1,87
Mali Yapı Oranları	**31.12.2019**	**31.12.2020**	**31.12.2021**	**30.09.2022**
Kaldıraç Oranı	%37,95	%38,90	%20,95	%20,38
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Aktif Toplam	%22,19	%28,52	%14,62	%14,48
Uzun Vadeli Yükümlülükler/ Aktif Toplam	%15,76	%10,38	%6,33	%5,90

Özkaynaklar/Aktif Toplam	%62,05	%61,10	%79,05	%79,62
Toplam Yükümlülükler/ Özkaynaklar	%61,17	%63,68	%26,51	%25,60
Toplam Finansal Borçlar/ Özkaynaklar	%40,02	%39,57	%7,19	%5,19

***Cari oranın** 1' in altında olması demek, işletmenin dönen varlıklarının kısa vadeli yabancı kaynaklara yetersiz olması olarak yorumlanır. Bu yüzden genelde cari oranın 1'in üzerinde olması beklenir.*

***Likidite oranının** genellikle "1" olması yeterli kabul edilmektedir. Likidite oranının yeterliliği konusunda karar verirken; cari aktiflerin yapısı ve dağılımını, işletmenin tedarik ve satış koşullarını, mevsim hareketlerinin etkisi gibi unsurları göz önüne almak gerekir.*

***Nakit oranın** "1" olması, işletmenin kısa süreli borçlarını her durumda nakit olarak ödeyebileceğini gösterir. Bu kadar yüksek likidite gerekli olmamakla birlikte gelişmiş ülkelerde bu oranın %20-%25'in, sanayi işletmelerinde ise %10-%15'in altına düşmemesi istenir.*

***Kaldıraç oranının** genel olarak %50 oranında finansal kaldıraç normal kabul edilir. Kaldıraç oranının yüksek olması ise, şirketin ödeme riskinin arttığını, kreditörler bakımından anapara faizlerinin ve taksitlerin ödemede güçlüklerle karşılaşılabileceği anlamına gelmesine yol açar.*

4.2. Gelir Tablosu

31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ve 30.09.2022 tarihlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu aşağıda sunulmuştur.

	Not	Cari Dönem 01.01.2022 30.09.2022 TL	Önceki Dönem 01.01.2021 30.09.2021 TL	Önceki Dönem 01.01.2021 31.12.2021 TL	Önceki Dönem 01.01.2020 31.12.2020 TL	Önceki Dönem 01.01.2019 31.12.2019 TL
Hasılat	23	379.619.573	212.037.066	309.559.506	202.038.615	112.797.916
Satışların Maliyeti (-)	23	(260.069.923)	(164.561.859)	(228.987.659)	(146.875.537)	(80.754.969)
TİCARİ FAALİYETLERDEN BRÜT KAR (ZARAR)		**119.549.650**	**47.475.207**	**80.571.847**	**55.163.078**	**32.042.947**
BRÜT KAR (ZARAR)		**119.549.650**	**47.475.207**	**80.571.847**	**55.163.078**	**32.042.947**
Genel Yönetim Giderleri (-)	20	(33.347.186)	(13.652.587)	(25.797.159)	(13.768.067)	(11.791.424)
Pazarlama Giderleri (-)	20	(474.346)	(353.741)	(422.319)	(590.199)	(502.013)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	25	8.044.551	5.759.480	5.470.880	7.279.732	8.463.970
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	25	(11.540.947)	(18.075.814)	(22.150.159)	(7.007.643)	(4.245.659)
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)		**82.231.722**	**21.152.545**	**37.673.090**	**41.076.901**	**23.967.821**
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	26	4.546.839	2.679.155	6.048.176	3.495.268	2.342.482
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	26	(898.751)	(3.825)	(895.117)	(143.302)	--
TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Değer Düşüklüğü Kazançları (Zararları)	26	(362.871)	(979.697)	(57.094)	(183.683)	319.083
FİNANSMAN GELİRİ (GİDERİ) ÖNCESİ FAALİYET KARI (ZARARI)		**85.516.939**	**22.848.178**	**42.769.055**	**44.245.184**	**26.629.386**
Finansal Gelirler	28	43.792.763	22.836.526	41.187.040	17.953.420	11.737.220
Finansal Giderler (-)	28	(10.210.812)	(7.659.456)	(10.590.385)	(15.780.621)	(12.411.073)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)		**119.098.890**	**38.025.248**	**73.365.710**	**46.417.983**	**25.955.533**
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri		**(18.886.938)**	**(2.920.248)**	(7.522.220)	(9.259.716)	(3.032.050)
-Dönem Vergi (Gideri) Geliri	30	(24.243.762)	(6.325.939)	(11.019.289)	(4.627.003)	(79.025)
-Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	30	5.356.824	3.405.691	3.497.069	(4.632.713)	(2.953.025)

SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI (ZARARI)		**100.211.952**	**35.105.000**	**65.843.490**	**37.158.267**	**22.923.483**
DÖNEM KARI (ZARARI)		**100.211.952**	**35.105.000**	**65.843.490**	**37.158.267**	**22.923.483**
Dönem Karının (Zararının) Dağılımı		**100.211.952**	**35.105.000**	**65.843.490**	**37.158.267**	**22.923.483**
-Ana Ortaklık Payları		100.211.952	35.105.000	65.843.490	37.158.267	22.923.483
Pay Başına Kazanç (Zarar)		**1,00**	**0,35**	**0,66**	**0,37**	**0,23**
-Sürdürülen Faaliyetlerden Pay Başına Kazanç (Zarar)	31	1,00	0,35	0,66	0,37	0,23
Sulandırılmış Pay Başına Kazanç (Zarar)		**1,00**	**0,35**	**0,66**	**0,37**	**0,27**
-Sürdürülen Faaliyetlerden Pay Başına Kazanç (Zarar)	31	1,00	0,35	0,66	0,37	0,27
DÖNEM KARI (ZARARI)		**100.211.952**	**35.105.000**	**65.843.490**	**37.158.267**	**22.923.483**

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Hasılat

2019 yılında 112 milyon TL olan hasılat 2020 ve 2021 yıllarında sırasıyla 202 milyon TL ile 309 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in 2021 yılı hasılatı 2020 yılına kıyasla %53 oranında yükselmiştir. 2020 yılı hasılatındaki artış ise 2019 yılına göre %79 oranında gerçeklemiştir.

Hastane bazında sağlık gelirlerinde Özel Tınaztepe Hastanesi 137 milyon TL ile ilk sırada ve Özel Tınaztepe Galen Hastanesi 130 milyon TL ile ikinci sırada yer almaktadır.

Hastanelerin 2020 yılına göre toplam ciroya katkılarına bakıldığında ise Özel Tınaztepe Galen Hastanesi'nin %106 artış ile 130 milyon TL seviyesine ulaştığı görülmüştür. Özel Tınaztepe Hastanesi'nin ise 2020 yılına göre ciro artışı %35 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Şirket'in 30.09.2022 hasılatı 30.09.2021 dönemine göre %79 artış ile 380 milyon TL'ye yükselmiştir.

2022 yılının üçüncü çeyreğinde sağlık gelirlerinde Özel Tınaztepe Galen Hastanesi 184 milyon TL ile ilk sırada Özel Tınaztepe Hastanesi 151 milyon TL ile ikinci sırada yer almaktadır. Özel Tınaztepe Galen Hastanesi'nin 2021 üçüncü çeyreğine göre ciro artışı %108 seviyesine ulaşarak toplam sağlık gelirleri içindeki payı da %47 olarak gerçekleşmiştir.

Satışların Maliyeti

2020 yılında 147 milyon TL seviyesinde olan satışların maliyeti 2021 yılına gelindiğinde %56 artış ile 229 milyon TL seviye ulaşmıştır.

Satışların maliyetinin kırılımında ilk üç sırada 84 milyon TL ile ilk madde ve malzeme gideri, 67 milyon TL ise personel giderleri, 60 milyon TL ile dışarıdan sağlanan fayda ve hizmetler yer almıştır.

Satışların maliyetinin toplam hasılat içindeki payı 2020 yılında %72,8 seviyesinde iken 2021 yılına gelindiğinde %74 seviyesine gerçekleşmiştir.

2021 yılının üçüncü çeyreğinde 165 milyon TL olan satışların maliyeti 2022 yılı üçüncü çeyreğinde %57 artış ile 260 milyon TL olmuştur.

Satışların maliyetinin kırılımında ilk üç sırada 92 milyon TL ile ilk madde ve malzeme gideri, 75 milyon TL ile personel giderleri ve 63 milyon TL ile dışarıdan sağlanan fayda ve hizmetler yer almıştır.

Brüt Kar/Zarar

Şirket'in brüt karı 2021 yılında %46 oranında artarak 80,5 milyon TL seviyesine erişmiştir. 2020 yılının 2019 yılına göre artış oranı ise %72 seviyesinde gerçekleşmişti. Brüt kâr marjı 2020 ve 2021 yılı için sırasıyla %27 ve %26'dır.

Şirket'in 2022 üçüncü çeyrek brüt karı 2021 üçüncü çeyreğine göre %152 oranında artmış ve 120 milyon TL olmuştur. 2021 üçüncü çeyreğinde %22,39 olan brüt kâr marjı 2022 üçüncü çeyreğinde %31,49 seviyesine çıkmıştır.

Esas Faaliyet Karı/Zararı

Şirket'in 2020 yılında 41 milyon TL olan Esas Faaliyet Karı 2021 yılına gelindiğinde 37,6 milyon TL seviyesine gerilemiştir. Esasen bu gerileme 2021 yılına münhasır olup, en önemli etken 09.06.2021 tarih ve 31506 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan bazı alacakların yeniden yapılandırılması ile bazı kanunlarda değişiklik yapılmasına ilişkin 7326 sayılı kanun kapsamında yararlanılan bazı düzenlemeler nedeniyle tahakkuk eden vergi ödemeleri ile satış amaçlı elde tutulan ve satışı 2021 yılından gerçekleşen taşınmaz satışı nedeniyle katlanılan zarardır.

Hülasa, esas faaliyetlerle direkt ilgisi olmayan 2021 yılına münhasır giderlerdir. Dolayısıyla münhasır bu etkinin olmayacağı 2022 ve sonraki yıllarda esas faaliyetlerde önemli bir artış gözlemlenmiş olacaktır.

Ancak esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderler hariç tutulduğunda Şirket'in faaliyet performansında düşüş gözlemlenmemiştir. Esas olarak genel yönetim giderlerindeki artışın sebebi sınıflama değişikliğidir.

Şirket'in 2022 üçüncü çeyrek esas faaliyet karı 2021 üçüncü çeyreğine göre %290 oranında artmış ve 82,2 milyon TL olmuştur.

Sınıflama değişikliği:

İhraççı geçmiş yıllarda hastane giderlerinin içinde izlenen idari personel ve yönetim kademesine ait ücretler ile bunlara ilişkin hizmet üretim maliyet hesapları içine yüklenmiş benzer tüm giderleri doğru bir FAVÖK sonucuna ulaşabilmek adına; "yönetim ve idari personelin görev yerleri hastanelerde olmasaydı da bu personel yönetim binasında görevlerini icra etselerdi mantığıyla" bir dağıtım anahtarı yöntemiyle hizmet üretim maliyet hesapları içerisinden ayıklanarak Genel Yönetim Giderlerine yansıtılmıştır.

Benzer şekilde, "emlak vergisi, ilan-reklam giderleri vb gibi, dolaylı vergiler, para cezaları, müşavirlik giderleri, oda aidatları" vb. gibi hizmet üretim maliyet hesapları içine yüklenmiş tüm giderlerde bir dağıtım anahtarı yöntemiyle hizmet üretim maliyetleri hesapları içerisinden

ayıklanarak Genel Yönetim Giderlerine yansıtılmıştır.

2022 ve sonraki yıllarda da aynı yöntem sürdürülmeye devam edileceğinden 2021 yılında gözlemlenen oranda bir artış 2022 ve sonraki yıllarda görülmeyecektir.

Net Dönem Karı

2020 yılında 37,1 milyon TL net dönem karı 2021 yılında %77'lik artış ile 65,8 milyon TL seviyesine ulaşmıştır. Şirket'in 2021 yılında 41,1 milyon TL finansman geliri vardır. Bunun 32,3 milyon TL'si kur farkı kaynaklıdır. Şirket'in yine 2021 yılında 6 milyon TL'lik yatırım faaliyetlerden geliri bulunmaktadır. Bunun 2,5 milyon TL'si yatırım amaçlı gayrimenkul değer artışı, 1,5 milyon TL'si kira, 1,6 milyon TL'si gayrimenkul satış karı kaynaklıdır.

Şirket'in 2022 üçüncü çeyrek net dönem karı 2021 üçüncü çeyreğe göre %186 oranında artmış ve 100 milyon TL olmuştur. 2021 üçüncü çeyreğinde %16,56 olan net kâr marjı 2022 üçüncü çeyreğinde %26,40 seviyesinde kalmıştır.

Şirket'in karlılık oranları aşağıda yer alan tabloda sunulmuştur.

Karlılık Oranları	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022
Brüt Kar Marjı	%28,41	%27,30	%26,03	%22,39	%31,49
Faaliyet Kar Marjı	%17,51	%20,20	%17,56	%15,78	%22,58
Net Kar Marjı	%20,32	%18,39	%21,27	%16,56	%26,40

4.3. Net Finansal Borç

Şirket'in 31.12.2021 tarihi itibarıyla kısa vadeli finansal borcu 32.876.969 TL ve uzun vadeli finansal borcu 8.407.175 TL olmak üzere toplam finansal borcu 41.284.144 TL'dir. Nakit ve nakit benzerleri ve finansal yatırımları sırasıyla 153.918.468 TL ve 376.270 TL'dir. Buna göre, net borcu -113 milyon TL'dir. Aşağıdaki tabloda finansal yatırımlar Borsada işlem gören likit hisse senetlerinden oluştuğundan nakit benzeri olarak değerlendirilmiştir.

Şirket'in net borcu 30.09.2022 tarihi itibarıyla finansal yatırımlar hariç -150 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

NET BORÇ TUTARI (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022
Toplam Finansal Borçlar	58.083.519	72.233.650	41.284.144	35.010.326
Nakit ve Nakit Benzeri Değerler (finansal yatırımlar hariç)	60.084.805	105.668.312	153.918.468	184.740.025
Net Borç	**-2.001.286**	**-33.434.662**	**-112.634.324**	**-149.729.699**
Toplam Özkaynak	145.135.963	182.561.539	574.438.082	674.650.034
Borç/Özsermaye Oranı	**(0,01)**	**(0,18)**	**(0,20)**	**(0,22)**

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

4.4. Net İşletme Sermayesi

Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş 2019, 2020, 2021 ve 2022 üçüncü çeyrek döneme

ilişkin mali tablolarına göre hesaplanan net işletme sermayesi aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

İŞLETME SERMAYESİ TABLOSU (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022
Dönen Varlıklar	95.217.789	163.829.727	226.344.131	317.864.638
Kısa Vadeli Yükümlülükler	51.915.362	85.225.300	106.230.711	122.693.508
Net İşletme Sermayesi	**43.302.427**	**78.604.427**	**120.113.420**	**195.171.130**

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in net işletme sermayesi yeterli olup, her geçen yıl istikrarlı bir şekilde nakit yaratma kapasitesi artmaktadır. Şirket mevcut yükümlülüklerini karşılamak için yeterli işletme sermayesine sahiptir.

4.5. Maddi Duran Varlıklar

İhraççı'nın mevcut önemli maddi duran varlıklarına ilişkin bilgiler aşağıda gösterilmektedir.

Cinsi	Edinildiği Yıl	M^2	Mevkii	Net Defter Değeri (TL)	Kullanım Amacı
Yedi katlı Betonarme bina	2011	2483,6	Buca/Tınaztepe Mah./42663 Ada/1 parsel	35.289.736	Hastane binası, kafeterya
Apartman Dairesi	2012	218	Buca/Tınaztepe Mah./42668 Ada/3 Parsel/1. Kat	1.259.491	Hastane idari binası
Apartman Dairesi	2012	218	Buca/Tınaztepe Mah./42668 Ada/3 Parsel/2. Kat	1.300.277	Hastane idari binası
Apartman Dairesi	2012	218	Buca/Tınaztepe Mah./42668 Ada/3 Parsel/3. Kat	1.300.277	Hastane idari binası
Altı katlı Betonarme işyeri	2011	5617	Buca Organize San.Bölgesi/8075 Ada/3 Parsel	9.773.458	Yönetim Binası

İşyeri	2018	1154	Buca/Tınaztepe Mah./42665 Ada/26/1. Bodrum	8.356.783	Klinik konuk evi
İşyeri	2018	1154	Buca/Tınaztepe Mah./42665 Ada/26/2. Kat	1.304.000	Klinik konuk evi
İşyeri	2018	1154	Buca/Tınaztepe Mah./42665 Ada/26/3. Kat	1.304.000	Klinik konuk evi
Dokuz katlı betonarme bina	2015	Tapu senedinde binanın arsa payı 3.442,00 m2 olarak görülmekle Şirket'ten edinilen bilgi uyarınca 17.904 m2'dir.	Bayraklı/ManavkuyuMah./67 Ada/34 Parsel	98.793.979	Hastane binası, kafeterya
Arsa	2016	1800	Bayraklı / Osmangazi Mah./3995 Ada/1 Parsel	9.812.499	Yatırım
Arsa (Bahçe)	2021	2938,25	İzmir / Balçova / İnciraltı Mah. /2288 Ada/62 Parsel	7.345.000	Yatırım
Tarla	2021	14520,34	Manisa İli Soma İlçesi Pirahmet Mah. 101 Ada 8 Parsel	46.610	Güneş enerjisi santrali kurulmak üzere
Tarla	2021	8818,68	Manisa İli Soma İlçesi Pirahmet Mah. 101 Ada 6 Parsel	20.000	Güneş enerjisi santrali kurulmak üzere

Kaynak: Şirket

Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkullerinin en son değer tespiti SPK lisanslı gayrimenkul değerleme şirketi tarafından 31.12.2021 tarihinde yapılmış olup, denetim raporunda 14.952.000 TL tutar ile yer verilmiştir

Finansal ya da Faaliyet Kiralaması Yoluyla Edinilen Maddi Duran Varlıklara İlişkin Bilgiler (*)						
Cinsi	**Kira Dönemi**	**Kiralama Süresi Sonunda Kiralananın Kime Ait Olacağı**	**Yıllık Kira Tutarı (TL) KDV ve Faizler Toplamı**		**Kullanım Amacı**	**Kimden Kiralandığı**
Muhtelif Tıbbi Cihaz, Ekipman, Demirbaşları	2017-2023	TAPDİ OKSİJEN ÖZEL SAĞLIK VE EĞİTİM HİZM. A.Ş.	2017	1.035.145,00	Hastane ekipmanları	SİEMENS FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.
			2018	5.082.816,68		
			2019	6.909.543,19		
			2020	7.136.122,92		
			2021	7.136.122,92		
			2022	6.059.823,92		
			2023	472.275,82		

Kaynak: Şirket

* Şirket ile YKB Leasing arasında 24.06.2021 tarihinde 15.078.204 TL tutarında 48 ay vadeli sözleşme imzalanmış ve ödemeler yapılmaya başlanmıştır. Ancak satın alınan cihazın kesin kabulü henüz yapılmadığından satıcı firmanın tüm ödemesi de henüz yapılmamıştır. Dolayısıyla ödeme planı da kesinleşmediğinden tabloda yer verilmemiştir.

5. Değerleme

5.1. Değerleme Yöntemleri

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen değerleme yaklaşımları olan "Gelir Yaklaşımı" ve "Pazar Yaklaşımı" yöntemleri kullanılmıştır.

Değerleme çalışmasında 2019-2020-2021 yıllarına ve 2022-09 dönemine ilişkin bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar incelenmiştir. Diğer yandan Şirket yönetiminin stratejik planları, sektörün güncel durumu ve COVID-19 ile hız kazanan yeni trendler göz önüne alınarak değerlendirmeler yapılmıştır. Yapılan değerlendirmeler neticesinde, Şirket'in değerleme çalışmasında gelir yaklaşımı kapsamında indirgenmiş nakit akımları yöntemi, pazar yaklaşımı kapsamında benzer şirketler analizi uygulanmıştır. Pazar yaklaşımında yurt içi ve yurt dışı borsalarda işlem gören benzer şirketlerin çarpan değerleri ile şirket satın alma birleşme işlemlerindeki benzer işlemler de değerlemede dikkate alınmıştır.

Bu raporda Şirket'in pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerleme yöntemleri kullanılmıştır.

- **Gelir Yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

- **Pazar Yaklaşımı:** Piyasa Çarpanları Analizi, Benzer İşlemler Analizi

5.1.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Metodolojisi

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi yöntemi, değerleme konusu şirketin gelecekteki nakit akımı potansiyelini esas alan ve faaliyetlerin devamında (gelecekte) oluşacağı tahmin edilen net nakit akımlarının bugüne indirgenmesine (iskonto edilmesine) dayalı bir değer hesaplama yöntemidir. Bu yöntem gelecekte oluşacağı tahmin edilen nakit akımlarının öngörülebilmesi için pek çok varsayıma dayalı bir öngörü modeli olup varsayımların gerçekleşmesi oranında hesaplanan değer de gerçekçi olacaktır. Bu nedenle varsayımların olabildiğince gerçekçi ve etüt edilerek yapılması, hesaplamalar sonucu oluşacak değeri güvenilir kılacaktır. Şirket'in pay değerini gerçekçi ve makul ifade edeceği düşünülerek ve Şirket yönetiminin önceki yıllardaki finansal performansı göz önünde bulundurularak bu yöntem değerleme için uygun görülmüştür.

İNA Analizi Şirket'in gelecekte kaydedeceği satış büyümesi, karlılık, net işletme sermayesi yönetimi ve yatırım harcamaları varsayımlarına büyük ölçüde bağımlıdır. İNA'da önemli rol oynayan bir değer faktör ise şirketin gelecekte kaydedeceği serbest nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanmasıdır. Şirket'in sermaye yapısı ile borç verenlerin ve sermayedarların beklentileri göz önünde bulundurularak Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") hesaplanması gerekmektedir. AOSM'de kullanılan değişkenler iskonto oranını doğrudan etkileyeceğinden gerçekçi seçilmesi ve gerektiğinde gelecek yıllara ilişkin tahminlerin yansıtılması da önemli bir husustur.

İNA yönteminde projeksiyon döneminde elde edilecek nakit akışlarından serbest nakit akışı belirlenerek AOSM kullanılmak suretiyle bugünkü değer hesaplanır. Şirket'in projeksiyon döneminden sonra da faaliyetine devam edeceğini öngören uç değer yaklaşımında ise belirlenen terminal büyüme oranı ile projeksiyon dönemi sonrasında elde edilmesi muhtemel nakit akımı belirlenerek bugüne indirgenir.

5.1.2. Çarpan Analizi Metodolojisi

Piyasa çarpanları yöntemi değerlenecek şirkete benzer başka şirketlerin uygun piyasa çarpanları ile şirket değerinin hesaplanmasıdır.

Şirket'in nakit yaratma kapasitesini, ülkeler arasındaki vergilendirme farklılıklarını ortadan kaldırması, şirketin gelecekte kar yaratma kapasitesini göstermesi, geçici ve istisnai kar artışlarını değil şirketin faaliyetlerden sağladığı karları dikkate alarak faaliyet karı üzerinden analize imkân tanıması göz önüne alındığında FD/FAVÖK çarpanı değerlemede kullanılmıştır.

Şirket'in geçmiş dönem karı verileri göz önüne alındığında istikrarlı bir kar marjı sergilemesi, F/K çarpanının geniş bir oranda kullanılması ve hisse senetleri arasında karşılaştırma yapmaya uygun olması, şirketin diğer faaliyet gelir/giderlerinin satışlara oranının düşük olması dikkate alınarak F/K çarpanı değerlemede kullanılmıştır.

PD/DD çarpanı Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkulleri ve mevcut arsa ve hastane binalarının da yapılan gayrimenkul değerlemeleri ile gerçek değerini yansıttığı dikkate alınarak (makine ve taşıtlar ile Şirket'in ruhsat ve lisanslarının gerçek değeri yansıtmadığı halde) değerlemede kullanılmıştır. FD/Satışlar çarpanı ise Şirket'in nakit yaratma kabiliyetini göstermesi açısından ve değerlemenin kapsayıcılığını artırmak için

PİRAMİT MENKUL DEĞERLER A.Ş.

değerlemede kullanılmıştır.

Çarpan analizinde yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler incelenmiş, aynı sektörde yer alan, benzer iş modeline sahip ve benzer ölçekli şirket çarpanları kullanılmıştır.

Benzer şirketlerin seçimi sırasında hem bulunduğu piyasa şartlarını içermesi hem de benzer mali yapılara sahip olması nedeniyle aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin dikkate alınması esastır, Ancak birebir benzerliklerin oluşmadığı durumlarda aynı sektörde benzer faaliyet alanlarına sahip olan şirketler de seçilebilmekledir.

5.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

5.2.1. Gelir Tablosu Projeksiyonları

Şirket için projeksiyon dönemi 2022-2026 yılları olarak belirlenmiş olup bu döneme ait gelir tablosu projeksiyonları Şirket yönetiminin paylaşmış olduğu hasta sayısı, yatak sayısı ile ayaktan, günübirlik ve yatan hasta gelirleri beklentileri doğrultusunda hazırlanmıştır.

Satış projeksiyonları, geçmiş yıllardaki ayaktan, günübirlik ve yatan hasta gelirleri ile doluluk oranı, doktor ve yatak sayısı arasında bir bağlantı kurularak, bu korelasyon bağlamında projeksiyon dönemindeki ayaktan, günübirlik ve yatan hasta gelirleri tahmin edilmeye çalışılmıştır. Ayaktan hasta sayıları poliklinik hastalarını ve yatan hasta sayıları da minimum 1 gece hastane odası kullanılan ameliyatlar ve küçük müdahaleleri kapsamaktadır.

Şirket faaliyetlerini hastaneler bazında ve tedavi türlerine göre takip etmektedir. Küçük cerrahi müdahaleler ve yatarak tedavi gerektirmeyen hizmetler "Ayaktan" olarak tanımlanmıştır. Gerek acil servise başvurulan ve müşahede altında tutulan hastalar gerekse de hastanelerde gerçekleşen operasyonlar sonucu bir gün yatılı kalan hastalar "Günübirlik" bir günden fazla yatarak tedavi yapılan hastaneler ise "Yatan" hasta olarak takip edilmektedir.

Şirket'in 2019-2021 gerçekleşmeleri ile 2022-2026 dönemine ilişkin satış projeksiyonları hastane bazında aşağıda sunulmuştur.

Hastane (Bin TL)	2019	2020	2021	2022 (T)	2023 (T)	2024 (T)	2025 (T)	2026 (T)
BUCA TIP MERKEZİ	**25.809**	**30.048**	**41.483**	**61.670**	**77.761**	**99.241**	**126.796**	**162.174**
		%16	*%38*	*%49*	*%26*	*%28*	*%28*	*%28*
AYAKTAN	18.096	22.001	30.401	45.602	59.282	77.067	100.187	130.243
		%22	*%38*	*%50*	*%30*	*%30*	*%30*	*%30*
GÜNÜBİRLİK	6.530	8.047	11.082	16.069	18.479	22.175	26.610	31.932
		%23	*%38*	*%45*	*%15*	*%20*	*%20*	*%20*
YATAN	1.184	0	0	0	0	0	0	0
GALEN	**4.129**	**63.052**	**129.832**	**242.935**	**335.825**	**421.736**	**517.255**	**634.669**

		%1427	*%106*	*%87*	*%38*	*%26*	*%23*	*%23*
AYAKTAN	2.204	23.686	52.680	94.824	132.753	159.304	191.164	229.397
		%974	*%122*	*%80*	*%40*	*%20*	*%20*	*%20*
GÜNÜBİRLİK	82	3.749	10.150	20.807	31.210	39.013	46.815	56.178
		%4479	*%171*	*%105*	*%50*	*%25*	*%20*	*%20*
YATAN	1.843	35.618	67.003	127.305	171.862	223.420	279.275	349.094
		%1833	*%88*	*%90*	*%35*	*%30*	*%25*	*%25*
TINAZTEPE	**81.371**	**101.920**	**137.204**	**255.441**	**353.457**	**441.809**	**541.650**	**664.330**
		%25	*%35*	*%86*	*%38*	*%25*	*%23*	*%23*
AYAKTAN	28.361	37.759	52.461	94.430	122.760	147.311	176.774	212.128
		%33	*%39*	*%80*	*%30*	*%20*	*%20*	*%20*
GÜNÜBİRLİK	13.212	18.666	22.775	43.272	54.090	64.908	77.889	93.467
		%41	*%22*	*%90*	*%25*	*%20*	*%20*	*%20*
YATAN	39.798	45.495	61.968	117.738	176.608	229.590	286.988	358.734
		%14	*%36*	*%90*	*%50*	*%30*	*%25*	*%25*
Toplam	**111.309**	**195.020**	**308.518**	**560.046**	**767.043**	**962.787**	**1.185.701**	**1.461.173**
Büyüme		**%75,21**	**%58,20**	**%81,53**	**%36,96**	**%25,52**	**%23,15**	**%23,23**

Kaynak: Şirket

2019-2021 gerçekleşmeleri ile 2022-2026 dönemine ilişkin hasta sayısı projeksiyonları hastane bazında aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Hastane	2019	2020	2021	2022 (T)	2023 (T)	2024 (T)	2025 (T)	2026 (T)
BUCA TIP MERKEZİ	**191.394**	**161.824**	**163.452**	**171.625**	**176.773**	**182.077**	**187.539**	**193.165**
		%-15	*%1*	*%5*	*%3*	*%3*	*%3*	*%3*
AYAKTAN	180.931	155.611	157.859	165.752	170.725	175.846	181.122	186.555
		%-14	*%1*	*%5*	*%3*	*%3*	*%3*	*%3*
GÜNÜBİRLİK	8.594	6.213	5.593	5.873	6.049	6.230	6.417	6.610
		%-28	*%-10*	*%5*	*%3*	*%3*	*%3*	*%3*
YATAN	1869	0	0	0	0	0	0	0
				%0	*%0*	*%0*	*%0*	*%0*
GALEN	**19.983**	**141.253**	**201.702**	**231.957**	**266.147**	**291.497**	**319.263**	**351.189**
		%607	*%43*	*%15*	*%15*	*%10*	*%10*	*%10*
AYAKTAN	19.135	131.036	182.532	209.912	241.399	264.331	289.443	318.387
		%585	*%39*	*%15*	*%15*	*%9*	*%10*	*%10*
GÜNÜBİRLİK	175	3.241	8.669	9.969	11.465	12.554	13.747	15.121
		%1752	*%167*	*%15*	*%15*	*%9*	*%10*	*%10*
YATAN	673	6.976	10.501	12.076	13.284	14.612	16.073	17.681

PİRİ GAYRİMENKUL KIYMETLER A.Ş.

		%937	*%51*	*%15*	*%10*	*%10*	*%10*	*%10*
TINAZTEPE	**265.264**	**262.318**	**272.826**	**287.558**	**307.687**	**329.225**	**352.270**	**376.929**
		%-1	*%4*	*%5*	*%7*	*%7*	*%7*	*%7*
AYAKTAN	240.768	239.853	248.475	260.899	279.162	298.703	319.612	341.985
		%0	*%4*	*%5*	*%7*	*%7*	*%7*	*%7*
GÜNÜBİRLİK	9.959	9.953	12.286	13.146	14.066	15.051	16.104	17.232
		%0	*%23*	*%7*	*%7*	*%7*	*%7*	*%7*
YATAN	14.537	12.512	12.065	13.513	14.459	15.471	16.554	17.713
		%-14	*%-4*	*%12*	*%7*	*%7*	*%7*	*%7*
Toplam	**476.641**	**565.395**	**637.980**	**691.139**	**750.607**	**802.799**	**859.072**	**921.283**
Büyüme		**%18,62**	**%12,84**	**%8,33**	**%8,60**	**%6,95**	**%7,01**	**%7,24**

Kaynak: Şirket

2019-2021 gerçekleşmeleri ile 2022-2026 dönemine ilişkin hasta başına ciro projeksiyonları hastane bazında aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Hastane	2019	2020	2021	2022 (T)	2023 (T)	2024 (T)	2025 (T)	2026 (T)
BUCA TIP MERKEZİ	**135**	**186**	**254**	**359**	**440**	**545**	**676**	**840**
		%38	*%37*	*%41*	*%23*	*%24*	*%24*	*%24*
AYAKTAN	100	141	193	275	347	438	553	698
		%41	*%36*	*%43*	*%26*	*%26*	*%26*	*%26*
GÜNÜBİRLİK	760	1.295	1.981	2.736	3.055	3.559	4.147	4.831
		%70	*%53*	*%38*	*%12*	*%16*	*%17*	*%16*
YATAN	633	0	0	0	0	0	0	0
GALEN	**207**	**446**	**644**	**1.047**	**1.262**	**1.447**	**1.620**	**1.807**
		%116	*%44*	*%63*	*%21*	*%15*	*%12*	*%12*
AYAKTAN	115	181	289	452	550	603	660	720
		%57	*%60*	*%57*	*%22*	*%10*	*%9*	*%9*
GÜNÜBİRLİK	468	1.157	1.171	2.087	2.722	3.108	3.406	3.715
		%147	*%1*	*%78*	*%30*	*%14*	*%10*	*%9*
YATAN	2.738	5.106	6.381	10.542	12.938	15.290	17.375	19.744
		%86	*%25*	*%65*	*%23*	*%18*	*%14*	*%14*
TINAZTEPE	**307**	**389**	**503**	**888**	**1.149**	**1.342**	**1.538**	**1.762**
		%27	*%29*	*%77*	*%29*	*%17*	*%15*	*%15*
AYAKTAN	118	157	211	362	440	493	553	620
		%34	*%34*	*%71*	*%22*	*%12*	*%12*	*%12*
GÜNÜBİRLİK	1.327	1.875	1.854	3.292	3.845	4.313	4.836	5.424
		%41	*%-1*	*%78*	*%17*	*%12*	*%12*	*%12*

YATAN	2.738	3.636	5.136	8.713	12.215	14.840	17.337	20.253
		%33	*%41*	*%70*	*%40*	*%21*	*%17*	*%17*
Toplam	**234**	**345**	**484**	**810**	**1.022**	**1.199**	**1.380**	**1.586**
Büyüme		**%47,70**	**%40,20**	**%67,57**	**%26,11**	**%17,36**	**%15,09**	**%14,91**

Kaynak: Şirket

Şirket düzenli olarak bu projeksiyonları gelişmelere göre güncellemekte, bütçe takibini sıkı şekilde kontrol etmekte, her yıl gelecek yıla ilişkin satış ve karlılık hedeflerini belirlemekte ve Faaliyet Raporlarında bu sonuçlara yer vermektedir. Şirket ayrıca finansal performansını belirlemiş olduğu performans ölçütleri (cari oran, stok bağımlılık oranı, alacak bağımlılık oranı, yabancı kaynak kullanım oranı, kaldıraç oranı, otofinansman rasyosu, alacakların ortalama tahsil süresi, borçların ortalama ödeme süresi, stok devir hızı, özkaynak karlılığı vb.) ile sağlık hizmetleri sektöründeki ortalamalar (TCMB reel sektör istatistikleri kaynağından) ile de karşılaştırmakta, bu yönüyle likidite, karlılık, borçluluk, işletme sermayesi yönetimini dikkatli bir şekilde gerçekleştirmektedir.

Değerlemede satış, maliyet, yatırım, amortisman projeksiyonları Şirket'in temin ettiği veriler ile gerçekleştirilirken, faaliyet giderleri, FAVÖK marjı, işletme sermayesindeki değişim gibi hususlar Piramit Menkul tarafından revize edilerek dikkate alınmıştır.

Şirket'in hastaneler bazında maliyet projeksiyonu aşağıdaki tabloda sunulmuştur. Satışların maliyeti marjı ortalama %70-71 aralığında öngörülmüş olup, 2022 yılından itibaren bazı maliyet kalemlerinin faaliyet giderlerinde izlenmesi kararı bu marjın önceki yıllara göre azalmasının sebebidir.

Satışların Maliyeti - TL	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Satışların Maliyeti	**400.099.522**	**540.817.917**	**678.912.862**	**836.330.786**	**1.030.930.132**
% Satışlara Oranı	*%71,4*	*%70,5*	*%70,5*	*%70,5*	*%70,6*
BUCA TIP MERKEZİ	**46.252.656**	**58.320.727**	**74.431.022**	**95.097.220**	**121.630.657**
% Satışlara Oranı	*%75,0*	*%75,0*	*%75,0*	*%75,0*	*%75,0*
GALEN	**172.484.045**	**235.077.371**	**295.215.514**	**362.078.321**	**444.268.616**
% Satışlara Oranı	*%71,0*	*%70,0*	*%70,0*	*%70,0*	*%70,0*
TINAZTEPE	**181.362.820**	**247.419.820**	**309.266.326**	**379.155.244**	**465.030.858**
% Satışlara Oranı	*%71,0*	*%70,0*	*%70,0*	*%70,0*	*%70,0*

5.2.2. Net İşletme Sermayesi Projeksiyonu

Şirket'in net işletme sermayesi projeksiyonunda temel olarak ticari alacak tahsil süresi, stoklar nakde dönüşüm süresi ve ticari borç ödeme süresi belirlenmiş ve tahmini satış ve satışların maliyetleri projeksiyonlarına bağlı olarak işetme sermayesi bileşenleri bakiyesi hesaplanmıştır.

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

2021 yılı için şirketin alacak devir hızı 8,6, stok devir hızı 16,0 ve borç devir hızı 5,3 olarak gerçekleşmiş olup ortalama alacak tahsilat süresi 42 gün, stokların ortalama nakde dönüşüm süresi 23 gün ve ortalama borç ödeme süresi 69 gün olarak hesaplanmıştır. 2022-2026 dönemi için sırası ile bu süreler 50, 30 ve 70 gün olarak öngörülmüş şirketin nakit döngüsü 10 gün olarak ele alınmıştır.

	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	560.046.075	767.042.670	962.786.848	1.185.701.387	1.461.173.459
SMM	400.099.522	540.817.917	678.912.862	836.330.786	1.030.930.132
Ticari Alacaklar	76.718.640	105.074.338	131.888.609	162.424.848	200.160.748
Stoklar	32.884.892	44.450.788	55.801.057	68.739.517	84.733.983
Ticari Borçlar	76.731.415	103.718.505	130.202.467	160.392.205	197.712.628
Alacaklarda Değişim	-35.218.086	-28.355.698	-26.814.271	-30.536.238	-37.735.900
Stoklarda Değişim	-11.294.895	-11.565.896	-11.350.269	-12.938.459	-15.994.467
Borçlarda Değişim	19.324.945	26.987.090	26.483.962	30.189.739	37.320.423
Net İşletme Sermayesi Değişimi	**-27.188.037**	**-12.934.504**	**-11.680.578**	**-13.284.959**	**-16.409.945**

5.2.3. Yatırım Harcamaları Projeksiyonu ve Amortismanlar

Şirket'in yıllar itibarıyla öngörülen yatırım maliyetleri aşağıdaki tabloda sunulmuştur. Yatırım maliyetleri EUR cinsinden öngörülmüş ve TL'ye çevrilerek sunulmuştur.

Yatırım Harcamaları - TL	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Ekipman (yenileme-bakım-onarım)	4.500.000	6.000.000	7.500.000	9.375.000	11.250.000
Ekipman (yeni)	31.500.000		7.500.000		
Güneş Enerjisi Yatırımı	39.600.000				
Toplam	**75.600.000**	**6.000.000**	**15.000.000**	**9.375.000**	**11.250.000**

3000 KWP GES projesi sözleşmesi 21.01.2022 tarihinde imzalanmıştır. Sözleşmenin tutarı 2.500.000 USD + KDV'dir. Yatırım için ÇED raporu 28.06.2022 tarihinde, çağrı mektubu 28.09.2022 tarihinde alınmış ve hâlihazırda malzeme tedarik işlemleri devam etmektedir. Yatırımın 2023 Mayıs ayına kadar tamamlanması hedeflenmektedir. Şirket'in doğrusal amortisman yöntemine göre ortalama 10 yıl süreli olarak amortisman ayırdığı varsayımı ile yeni yatırımların amortismanı aşağıdaki tabloda yıllar itibarıyla sunulmuştur.

	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Yeni yatırımların amortismanı	**7.560.000**	**8.160.000**	**9.660.000**	**10.597.500**	**11.722.500**
2022	7.560.000	7.560.000	7.560.000	7.560.000	7.560.000
2023		600.000	600.000	600.000	600.000
2024			1.500.000	1.500.000	1.500.000
2025				937.500	937.500
2026					1.125.000
Mevcut amortisman	**10.681.919**	**9.613.727**	**8.652.354**	**7.787.119**	**7.008.407**
Toplam yıllık amortisman	**18.241.919**	**17.773.727**	**18.312.354**	**18.384.619**	**18.730.907**

5.2.4. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Şirket'in İndirgenmiş nakit akımlarında kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplaması aşağıdaki tabloda verilmektedir. Bu tabloda risksiz faiz oranı olarak Refinitiv Eikon verisi baz alınarak değerleme tarihi olan 07/12/2022 tarihi itibarıyla ISIN kodu TRT131032T13 olan 10 yıllık gösterge devlet tahvilin yılbaşından itibaren ortalama getirisi (%18,05) olarak dikkate alınmıştır. Risksiz faiz oranı 2022-2025 projeksiyon döneminde sabit tutulmuş olup 2026 yılı ve sonrası için %16 alınmıştır. Risk primi olarak da Türkiye için genel kabul görmüş oran olan %5,5 yerine daha ihtiyatlı davranılarak %7 kullanılmıştır.

Şirket'in piyasada gösterge endeks ile ne kadar paralel hareket ettiğini gösteren Beta katsayısı ise halka açılan yeni şirketlerin henüz bir performans göstermemesi dikkate alınarak 1 olarak alınmıştır. Her ne kadar yurt içi ve yurt dışı borsalarda işlem gören benzer şirketler için çarpan analizi yapılırken benzer şirketlerin betalarının genellikle 1'in altında olduğu görülse de (ortalama beta yurt içi 0,64, yurt dışı 0,68) analizde temkinli davranma tercihi ile beta 1 olarak kabul edilmiştir.

Şirket'in borçlanma maliyeti olarak her ne kadar şirketin 28 milyon TL tutarındaki spot kredi maliyeti %17,95 olsa da ihtiyaten 2022-2025 döneminde %20, 2026 yılı ve sonrası için %18 olarak dikkate alınmıştır.

17 Kasım 2020 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan "Payları Borsa İstanbul Pay Piyasasında ilk defa işlem görmek üzere en az %20 oranında halka arz edilen kurumların (bankalar, finansal kiralama şirketleri, faktoring şirketleri, finansman şirketleri, ödeme ve elektronik para kuruluşları, yetkili döviz müesseseleri, varlık yönetim şirketleri, sermaye piyasası kurumları ile sigorta ve reasürans şirketleri ve emeklilik şirketleri hariç) paylarının ilk defa halka arz edildiği hesap döneminden başlamak üzere beş hesap dönemine ait kurum kazançlarına kurumlar vergisi oranı 2 puan indirimli olarak uygulanır. İndirimden yararlanılan hesap döneminden itibaren beş hesap dönemi içinde pay oranına ilişkin bu fıkrada belirlenen şartın kaybedilmesi hâlinde, indirimli vergi oranı uygulaması nedeniyle zamanında tahakkuk ettirilmeyen vergiler vergi ziyaı cezası uygulanmaksızın gecikme faizi ile birlikte tahsil edilir." fıkrası Kurumlar Vergisi Kanununun 32. Maddesine eklenmiştir. Projeksiyon döneminde kurumlar vergisi oranı 2 puan indirim esas alınarak uygulanmış, ancak uç değer hesaplamasında ve 2026 yılında %20 olarak alınmıştır.

Şirket'in sermaye yapısının mevcut %90 özsermaye, %10 borç durumunun yıllar itibarıyla kademeli olarak %70 özsermaye, %30 borç ile finansman pozisyonuna geçeceği öngörülerek AOSM hesaplamasında dikkate alınmıştır.

Nihai büyüme için Türkiye'nin uzun vadeli büyüme oranı olarak genel kabul görmüş olan %5 oranı kullanılmıştır.

	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Özsermaye Maliyeti	%25,1	%25,1	%25,1	%25,1	%23,0
Risksiz Faiz Oranı	%18,1	%18,1	%18,1	%18,1	%16,0
Risk Primi	%7,0	%7,0	%7,0	%7,0	%7,0
Beta	1	1	1	1	1
Özsermaye %	%90	%80	%80	%70	%70
Borçlanma Maliyeti	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%18,0
Kurumlar Vergisi %	%21	%18	%18	%18	%20

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	%15,8	%16,4	%16,4	%16,4	%14,4
Borç %	%10	%20	%20	%30	%30
AOSM	**%24,1**	**%23,3**	**%23,3**	**%22,5**	**%20,4**

5.2.5. İNA Değerleme Tablosu

	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Hasılat (TL)	560.046.075	767.042.670	962.786.848	1.185.701.387	1.461.173.459
Satılan Malın Maliyeti	400.099.522	540.817.917	678.912.862	836.330.786	1.030.930.132
Brüt Kar	159.946.553	226.224.752	283.873.986	349.370.601	430.243.327
Faaliyet Giderleri (-)	39.203.225	46.022.560	57.767.211	71.142.083	87.670.408
Faiz, Vergi Öncesi Kar	120.743.328	180.202.192	226.106.775	278.228.518	342.572.920
Amortisman, İtfa	18.241.919	17.773.727	18.312.354	18.384.619	18.730.907
FAVÖK	138.985.247	197.975.919	244.419.130	296.613.137	361.303.827
FAVÖK Marjı (%)	%24,82	%25,81	%25,39	%25,02	%24,73
Vergi Oranı (-)	25.356.099	32.436.395	40.699.220	50.081.133	68.514.584
Yatırım Harcamaları (-)	75.600.000	6.000.000	15.000.000	9.375.000	11.250.000
Net İşletme Sermayesi (+/-)	-27.188.037	-12.934.504	-11.680.578	-13.284.959	-16.409.945
Üniversiteye Bağış (-)	-6.613.208	-9.789.054	-12.537.779	-15.675.947	-19.569.284
SUAM'a Ödenen Pay (-)	-1.239.858	-7.670.427	-9.267.868	-11.857.014	-14.611.735
Serbest Nakit Akışı	2.988.046	129.145.540	154.873.685	196.339.084	230.948.280
İNA	2.830.886	99.377.374	96.638.954	101.644.308	104.844.484
İNA BUGÜNKÜ DEĞER	**405.336.005**				

Nihai Büyüme Oranı	%5
Uç Değer Serbest Nakit Akışı	242.495.694
Uç Değer	1.572.605.020
Uç Değerin Bugünkü Değeri	**713.921.581**

Firma Değeri	1.119.257.587
Net Finansal Borç	-195.011.731
Özsermaye Değeri	**1.314.269.318**

5.3. Çarpan Analizi

Çarpan analizinde kullanılan FAVÖK değerine ilişkin tablo aşağıda sunulmuştur. Düzeltilmiş FAVÖK Şirketin yıllıklandırılmış (son 12 ay) brüt karından Genel Yönetim Giderleri ile Pazarlama Giderleri düşüldükten sonra amortisman tutarının eklenmesiyle hesaplanmıştır. Düzeltilmiş FAVÖK'de Şirketin Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirleri ve Giderleri hesaba katılmamıştır. Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler ve Giderler ağırlıklı olarak reeskont faizi gelir/gideri, karşılık gelir/gideri ve diğer gelir/giderden ve bir kereye mahsus kayıtlardan oluşmaktadır. Her ne kadar düzeltilmiş FAVÖK marjı daha istikrarlı bir trend sergilese de çarpan analizinde düzeltilmiş FAVÖK yerine ihtiyatlı davranmak

adına FAVÖK değeri kullanılmıştır.

	Yıllıklandırılmış 1.10.2021 30.09.2022	Cari Dönem 1.01.2022 30.09.2022	Önceki Dönem 1.01.2021 30.09.2021	Önceki Dönem 1.01.2021 31.12.2021	Önceki Dönem 1.01.2020 31.12.2020	Önceki Dönem 1.01.2019 31.12.2019
Hasılat	477.142.013	379.619.573	212.037.066	309.559.506	202.038.615	112.797.916
Satışların Maliyeti (-)	-324.495.723	-260.069.923	-164.561.859	-228.987.659	-146.875.537	-80.754.969
BRÜT KAR (ZARAR)	**152.646.290**	**119.549.650**	**47.475.207**	**80.571.847**	**55.163.078**	**32.042.947**
Genel Yönetim Giderleri (-)	-45.491.758	-33.347.186	-13.652.587	-25.797.159	-13.768.067	-11.791.424
Pazarlama Giderleri (-)	-542.924	-474.346	-353.741	-422.319	-590.199	-502.013
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	7.755.951	8.044.551	5.759.480	5.470.880	7.279.732	8.463.970
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-15.615.292	-11.540.947	-18.075.814	-22.150.159	-7.007.643	-4.245.659
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	**98.752.267**	**82.231.722**	**21.152.545**	**37.673.090**	**41.076.901**	**23.967.821**
AMORTİSMAN	16.070.021	12.922.562	8.721.340	11.868.799	9.815.134	2.453.713
FAVÖK	**114.822.288**	**95.154.284**	**29.873.885**	**49.541.889**	**50.892.035**	**26.421.534**
FAVÖK MARJI	**24%**	**25%**	**14%**	**%16**	**%25**	**%23**
DÜZELTİLMİŞ FAVÖK	**122.681.629**	**98.650.680**	**42.190.219**	**66.221.168**	**50.619.946**	**22.203.223**
DÜZELTİLMİŞ FAVÖK MARJI	**26%**	**26%**	**20%**	**%21**	**%25**	**%20**
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	7.915.860	4.546.839	2.679.155	6.048.176	3.495.268	2.342.482
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-1.790.043	-898.751	-3.825	-895.117	-143.302	--
TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Değer Düşüklüğü Kazançları (Zararları)	559.732	-362.871	-979.697	-57.094	-183.683	319.083
FİNANSMAN GELİRİ (GİDERİ) ÖNCESİ FAALİYET KARI (ZARARI)	**105.437.816**	**85.516.939**	**22.848.178**	**42.769.055**	**44.245.184**	**26.629.386**
Finansal Gelirler	62.143.277	43.792.763	22.836.526	41.187.040	17.953.420	11.737.220
Finansal Giderler (-)	-13.141.741	-10.210.812	-7.659.456	-10.590.385	-15.780.621	-12.411.073
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)	**154.439.352**	**119.098.890**	**38.025.248**	**73.365.710**	**46.417.983**	**25.955.533**
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	-23.488.910	-18.886.938	-2.920.248	-7.522.220	-9.259.716	-3.032.050
-Dönem Vergi (Gideri) Geliri	-28.937.112	-24.243.762	-6.325.939	-11.019.289	-4.627.003	-79.025
-Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	5.448.202	5.356.824	3.405.691	3.497.069	-4.632.713	-2.953.025
DÖNEM KARI (ZARARI)	**130.950.442**	**100.211.952**	**35.105.000**	**65.843.490**	**37.158.267**	**22.923.483**
NET KAR MARJI	**27%**	**26%**	**17%**	**%21**	**%18**	**%20**

5.3.1. Yurt dışı Benzer Şirketler Çarpanları

Seçilmiş yurt dışı benzer şirketlere ilişkin açıklayıcı temel bilgiler aşağıdaki tabloda sıralanmıştır. Hastane faaliyetleri olan, operasyonel olarak İhraççı ile benzer alanlarda, benzer büyüklükte, gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren şirketler analize dahil edilmiştir. Gelişmekte olan ülke ekonomilerinden Sri Lanka, Tayland, Hindistan, Endonezya, Vietnam'daki sağlık kuruluşlarından 100 milyon-500 milyon USD piyasa değerine sahip, birden fazla hastane işleten, benzer nakit fazlalığına sahip şirketler seçilmiştir. Endonezya ve Tayland'da sağlık kuruluşlarının borsada faaliyet gösteren şirket sayısının dikkat çekici şekilde fazla olduğu da tespit edilmiştir. Genel olarak gelişmekte olan ülkelerde sağlık kuruluşları büyük piyasa değerleri ile grup olarak işlem görürken bu ülkelerde çok sayıda göreceli olarak küçük piyasa değerinde şirket halka açıktır.

Yukarıdakilere ilave olarak bölge ülkelerinden Rusya, Suudi Arabistan, Yunanistan, İtalya, Romanya, Polonya'da faaliyet gösteren şirketler de yine yukarıdakine benzer kriterler ile belirlenmiş ve analize dahil edilmiştir. Ölçek olarak uygun olmasa da faaliyet alanı Türkiye'deki sağlık hizmetlerini de içeren ve Acıbadem sağlık grubunun işletmecisi olan Malezya'lı şirket de gösterge olması açısından örnekleme dahil edilmiştir.

Kodu	Şirket Unvanı	Ülke	Piyasa Değeri - milyon USD	Firma Değeri - milyon USD	Beta
ROM.BX	Med Life SA	Romanya	497	714	0,73
ENE.WA	Enel Med SA	Polonya	99	143	0,12
AMCr.AT	Athens Medical Center	Yunanistan	122	245	0,86
GHC.MI	Garofalo Healthcare Spa	İtalya	362	482	0,54
IHHH.KL	IHH Healthcare Bhd	Malezya	11.832	14.263	0,57
ASIR.CM	Asiri Hospital Holdings PLC	Sri Lanka	90	149	0,32
KMCS.BO	KMC Specialty Hospital	Hindistan	127	128	0,65
TNH.HM	Thai Nguyen Int.Hospital	Vietnam	75	87	0,98
SAME.JK	Sarana Meditama Met.	Endonezya	287	338	1,19
NTV.BK	Nonthavej Hospital PCL	Tayland	183	154	0,49
MDMGq.L	MD Medical Group	G. Kıbrıs	189	195	0,84
4005.SE	National Medical Care	Suudi Ara.	848	835	0,79
ORTALAMA (IHH Healthcare hariç)			**262**	**311**	**0,68**

Refinitiv Eikon kaynaklı 07.12.2022 tarihli veri setinde Avrupa Birliği'ne üye ülke ekonomilerinden İtalya, Yunanistan, Polonya ve Romanya vardır. Yine veri setinde gelişmekte olan ülke ekonomilerinden Malezya, Hindistan, Rusya, Sri Lanka, Vietnam, Endonezya, Tayland ve Suudi Arabistan gibi ülkeler yer almaktadır.

Sınır değer olarak FD/FAVÖK çarpanında alt limit 7x, üst limit 16x, F/K çarpanında alt limiti 0x, üst limiti ise 25x olarak dikkate alınmıştır. Söz konusu şirketlerin sınır değerler hariç çarpanlarının medyanı alınarak yurt dışı benzer şirketler FD/FAVÖK ve F/K çarpanları hesaplanmıştır.

FD/Satışlar ve PD/DD çarpanları için sınır değer olarak alt limiti 0x, üst limiti ise 4x olarak dikkate alınmıştır. Söz konusu şirketlerin sınır değerler hariç çarpanlarının medyanı alınarak yurt dışı benzer şirketler FD/Satışlar ve PD/DD çarpanları hesaplanmıştır.

Şirket Unvanı	Kodu	Ülke	Açıklama
Med Life SA	**ROM.BX**	Romanya	Med Life SA, sağlık hizmetleri ve hastane sektöründe faaliyet gösteren Romanya merkezli bir şirkettir. Şirket, klinik, laboratuvar, görüntüleme, ilaç tedavisi, hastane yönetimi hizmetlerini diş, ortopedi ve tramvatoloji, jinekoloji, plastik cerrahi, doğum, medikal genetik, check-up, ortopedik medikal ameliyatları alanında sunmaktadır. 6 hastane, 18 tıp merkezi, 4 laboratuvar, 2 doğum evi işletmektedir. https://www.medlife.ro/

Enel Med SA	**ENE.WA**	Polonya	Enel Med SA Polonya merkezli sağlık hizmetleri sunucusudur. Şirket bireylere, ailelere ve kurumlara sağlık bakım hizmeti vermektedir. Diş, görüntüleme, rehabilitasyon, psikolojik tedavi merkezi, ayakta tedavi merkezi, hipertansiyon kliniği, apne teşhis ve tedavi kliniği, uykusuzluk tedavi kliniği, estetik kliniği vb. hizmetler sunmaktadır. Varşova'da bir hastanesi ile Varşova, Lodz, Krakow, Katowic, Poznan ve diğer şehirlerde bölümleri bulunmaktadır. https://cm.enel.pl/medical-center/centres-and-facilities/
Athens Medical Center	**AMCr.AT**	Yunanistan	Athens Medical Center, Yunanistan'da birincil ve ikincil sağlık hizmetleri sunucusudur. Hastanelerin organizasyonu, modernizasyonu, yönetimi, sağlık tedavi hizmetlerinin geliştirilmesi için araştırma ve yöntemler, yöneticilerin seçimi ve eğitimi, hastaneler için tıbbi cihaz ithalatı konularında faaliyet göstermektedir. Patoloji, kardiyoloji, genel cerrahi, plastik ve vasküler cerrahi, ortopedi, psikoterapi, oftalmoloji, üroloji, beyin cerrahisi, pediatri, dermatoloji, endokrinoloji, stomatoloji vb. uzmanlık alanlarında hizmetler sunmaktadır. Atina ve ilçelerinde yedi klinik, Selanik'de Trans-Balkan tıp merkezi, Romanya'da dört, Kıbrıs'ta bir tıp merkezi ve Yunanistan'da yaygın çok sayıda teşhis merkezi Şirket tarafından işletilmektedir. Toplam 8 hastanesinde 1200 yatak kapasitesi ve 3000 çalışanı bulunmaktadır. https://athensmedicalgroup.com/
Garofalo Healthcare Spa	**GHC.MI**	İtalya	GHC Spa, İtalya'da 8 bölgede 28 merkezde faaliyet gösteren sağlık sunucusudur. 2018 yılında halka arzı gerçekleşen şirket son 3 yılda 8 sağlık kuruluşunu satın alma ve birleşme yöntemiyle bünyesine katmış halka açıldığında 1260 olan yatak sayısını 1760'a ve çalışan sayısını 1800'den 3670'e çıkarmıştır. Şirket gerek birleşme gerekse de yeni açtığı merkezler ile yıllık 1 milyon olan ayakta hasta sayısını da 1.9 milyona yükseltmiştir. İtalya'nın orta ve kuzeyinde yer alan merkezlerinde akut, akut sonrası, ayakta tedavi ve yaşlı bakımı hizmetleri alanında geniş bir yelpazede hizmet sunmaktadır. https://www.garofalohealthcare.com/
IHH Healthcare Bhd	**IHHH.KL**	Malezya	IHH Healthcare Bhd, her ne kadar piyasa değeri açısından benzer şirket olmasa da ülkemizde Acıbadem sağlık grubunu bünyesinde bulundurduğundan faaliyet gelirinin yaklaşık üçte birinin Türkiye faaliyetlerinden kaynaklanması nedeniyle analiz kapsamına alınmıştır. Şirket Malezya, Singapur, Türkiye, Hindistan ve Hong Kong'da hastaneler, yatırım ve eğitim faaliyetleri sunmakta 10 ülkede, 15000 yatak kapasiteli 80 hastane işletmektedir. https://www.ihhhealthcare.com/
Asiri Hospital Holdings PLC	**ASIR.CM**	Sri Lanka	Asiri Hospital Holdings PLC. hastane ve laboratuvar hizmetleri sunan Sri Lanka merkezli bir şirkettir. Pataloji, biyokimya, hematoloji, mikrobiyoloji, histoloji ve immunoloji test merkezleri çeşitli bölgelerde bulunmaktadır. Şirket'in 3 bölgede 6 hastanesi, 17 laboratuvarı, 62 irtibat bürosu bulunmakta olup 800 yatak kapasitesine sahiptir. https://www.asirihealth.com/
KMC Specialty Hospital	**KMCS.BO**	Hindistan	Kauvery Hospital Group, tıbbi hizmetler ve sağlık bakım hizmetleri sunan Hindistan'da faaliyet gösteren bir şirkettir. Şirket'in uzmanlık alanları kalp ve karaciğer nakli, kalp, nörolji, pulmonoloji, diabet, ortopedi, ortopedik cerrahi, gastroentoloji, radyoloji, geriatri, nefroloji, üroloji, damar cerrahisi, onkoloji bilim dalıdır. Şirket, 5 bölgede, 7

			hastanesinde, 1175 yatak kapasitesi ile hizmet sunmaktadır. https://www.kauveryhospital.com/
Thai Nguyen International Hospital	**TNH.HM**	Vietnam	Thai Nguyen International Hospital, Vietnam'da faaliyet gösteren 4. en büyük hastane grubudur. Şirket 600 yatak kapasiteli 2 hastanenin işletmesini yürütmektedir. Hastanelerde çeşitli poliklinik ve ameliyat hizmetleri verilmekte olup teşhis, görüntüleme, psikoterapi, rehabilitasyon, optimoloji, kulak burun boğaz, endokrinoloji, anestezi, yoğun bakım, enfeksiyon ve geleneksel tıp, ilaç tedariki hizmetleri verilmektedir.
Sarana Meditama Metropolitan	**SAME.JK**	Endonezya	Sarana Meditama, hastane yönetimi alanında uzmanlaşmış Endonezya'da faaliyet gösteren bir şirkettir. Şirket'in Omni Hospital markası altında sunduğu faaliyetler 2021'de EMC Healthcare markası altına alınmış olup halen 6 hastane ile hizmet sunmaktadır. Kalp damar, sindirim, karaciğer, doğum, ortopedi, plastik cerrahi, estetik, ağrı tedavisi, spor yaralanmaları, omurga, felç merkez ve klinikleri bulunmaktadır. https://www.emc.id/id
Nonthavej Hospital PCL	**NTV.BK**	Tayland	Nonthavej Hospital PCL, bölgesindeki ilk özel hastanedir ve Tayland merkezli bir şirkettir. Şirket, tıp merkezleri ve kliniklerde hemen tüm tıp hizmetlerini sağlamaktadır. Şirket JCI sertifikasına sahip olup bir adet hastanesi ve 208 yatan hasta, 90 ayakta tedavi yatak kapasitesi ile günde 2000 ayakta hastaya hizmet sunmaktadır. https://www.nonthavej.co.th/index-EN.php
MD Medical Group	**MDMGq.L**	Güney Kıbrıs	MD Medical Group, Rusya'da 27 şehrinde 8 hastane, 39 klinik işleten ve hastane yönetimi alanında uzmanlaşmış Güney Kıbrıs'da faaliyet gösteren bir şirkettir. Şirket'in büyüme stratejisi operasyonel süreçlerin otomasyonu, klinik karar sistemi oluşturulması, klinik araştırmalar ve eğitimlere katılım, Lapino'da bir tıp fakültesi kurulması, Lapino bölgesinin bir tıp kümelenmesine dönüştürülmesi, telemedicine adındaki yazılım ile uzaktan teşhis tedavi yatırımlarından oluşmaktadır. Rusya'da bilinen markası ise anne çocuk sağlığı klinikleridir. https://www.mcclinics.com/
National Medical Care	**4005.SE**	Suudi Arabistan	National Medical Care, hastane kuruluşu, işletmesi, tıbbi malzeme ve ilaç tedariki alanlarında Suudi Arabistan merkezli bir şirkettir. Şirket'in temel faaliyetleri yatarak tedavi, ameliyat, ayakta tedavi klinikleri, diğer tıbbi birimler, ilaç ve genel tıbbi malzeme dağıtımı hizmetleridir. Riyadh Care Hospital ve National Care Hospital adında 2 hastanesinde toplam 784 yatak kapasitesi ile 170 klinikte sağlık hizmetleri sunmaktadır. https://www.care.med.sa/

Kodu	Şirket Unvanı	FD/FAVÖK x	F/K x	FD/Satışlar x	PD/DD x
ROM.BX	Med Life SA	12,82	~~25,89~~	1,92	~~5,79~~
ENE.WA	Enel Med SA	13,13	~~-18,94~~	1,38	3,00
AMCr.AT	Athens Medical Center	~~6,19~~	10,40	1,03	1,15
GHC.MI	Garofalo Healthcare Spa	8,09	14,15	1,46	1,24
IHHH.KL	IHH Healthcare Bhd	14,98	~~35,84~~	3,54	1,99
ASIR.CM	Asiri Hospital Holdings PLC	7,42	12,83	2,34	2,14

KMCS.BO	KMC Specialty Hospital	~~26,23~~	~~41,00~~	~~7,11~~	~~10,45~~
TNH.HM	Thai Nguyen Int.Hospital	9,85	12,24	~~4,63~~	1,64
SAME.JK	Sarana Meditama Met.	~~25,61~~	~~1267,70~~	~~4,05~~	1,26
NTV.BK	Nonthavej Hospital PCL	10,41	24,27	2,49	2,77
MDMGq.L	MD Medical Group*	-	-	-	-
4005.SE	National Medical Care	13,64	20,56	3,52	2,71
	ORTALAMA (Sınır değerler hariç)	**11,29**	**15,74**	**2,21**	**1,99**
	MEDYAN (Sınır değerler hariç)	**11,62**	**13,49**	**2,13**	**1,99**
	En Küçük (Sınır değerler hariç)	**7,42**	**10,40**	**1,03**	**1,15**
	En Büyük (Sınır değerler hariç)	**14,98**	**24,27**	**3,54**	**3,00**

* Şirket hisseleri Londra Borsasında işlem görmekte iken Rusya Ukrayna savaşının başlaması üzerine işlemleri 31.03.2022 tarihinde durdurulmuştur. Bu nedenle analizde kullanılmamıştır.

(Milyon TL)	FAVÖK	Net Kar	Net Satışlar	Net Borç	Özsermaye
30.09.2022 tarihli tutarlar	115 ₺	131 ₺	477 ₺	-195 ₺	675 ₺

Değerleme Yöntemi	Firma Değeri	Net Borç	Piyasa Değeri	Ağırlık	Sonuç
FD/FAVÖK	1.334 ₺	-195 ₺	1.529 ₺	25%	382 ₺
F/K			1.767 ₺	25%	442 ₺
FD/Satışlar	1.016 ₺	-195 ₺	1.211 ₺	25%	303 ₺
PD/DD			1.343 ₺	25%	336 ₺
Ağırlıklı Ortalama					**1.462 ₺**

5.3.2. Yurt dışı Tamamlanmış Şirket Satın Alma ve Birleşme İşlemleri (M&A)

Refinitiv Eikon kaynaklı veri setinde 2021 yılında kamuoyuna açıklanmış ve tamamlanmış alt sınırı 25 milyon USD olan 36 şirketin yurt dışı şirket satın alma ve birleşmelerine ilişkin tanıtıcı bilgilendirme aşağıdaki tabloda yer almaktadır. FD/FAVÖK çarpanında alt sınır 7x, üst sınır 16x alınırken, F/K çarpanında alt sınır 10x, üst sınır 20x olarak dikkate alınmıştır. FD/Satışlar ve PD/DD çarpanları için alt sınır 1x, üst sınır ise sırasıyla 4x ve 3x olarak uygulanmıştır. Filtreli serilerin medyanı alınarak değerleme işleminde kullanılmıştır.

Veri setinde G-20 üye ülke ekonomilerinden Almanya, Fransa, İngiltere, İtalya, Yunanistan, ABD, Kanada, Brezilya, Avustralya, Hindistan ve Çin vardır. Yine veri setinden gelişmekte olan ülke ekonomilerinden Hong Kong, Tayland, Malezya, Singapur, Şili, Mısır gibi ülkeler de yer almaktadır.

İşlemin Açıklanma Tarihi	Anlaşma Büyüklüğü (Milyon USD)	Hedef Şirketin Unvanı	Hedef Ülke	FD/FAVÖK x	FD/Satışlar x	F/K x	PD/DD x
16.06.2021	1.100	Bumrungrad Hospital PCL	Tayland	15,85	3,68	~~25,52~~	~~6,02~~
15.06.2021	950	Rhoen Klinikum AG	Almanya	~~10,89~~	~~0,88~~	~~26,38~~	~~0,96~~
16.06.2021	306	Hua Xia Healthcare Holdings Ltd	HongKong	~~5,86~~	~~0,24~~	~~25,02~~	~~0,48~~
17.08.2021	230	Oncoclinicas do Brasil Servicos Medicos SA	Brezilya	-	1,94	~~99,28~~	~~30,69~~

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

07.06.2021	195	Polyclinique de L Ormeau SA	Fransa	~~21,93~~	1,09	~~40,47~~	~~4,69~~
26.08.2021	170	International Healthway Corp Ltd	Singapur	~~-9,55~~	~~9,61~~	~~-6,14~~	~~3,58~~
03.06.2021	150	Aspen Healthcare Ltd	İngiltere	15,44	3,31	~~42,22~~	1,32
29.07.2021	131	NMC Health PLC	İngiltere	~~6,61~~	~~0,86~~	~~7,87~~	1,10
26.10.2021	123	Policlinica Gipuzkoa SA	İspanya	~~32,60~~	1,29	~~-74,88~~	1,51
26.09.2021	118	Proton Partners International Ltd	İngiltere	~~-14,92~~	~~8433,49~~	~~-17,49~~	1,62
22.07.2021	116	Medinex Pte Ltd	Singapur	11,85	~~5,00~~	11,83	~~27,04~~
06.07.2021	109	Prasit Patana PCL	Tayland	7,95	1,83	16,90	~~4,18~~
10.04.2021	92	Ardent Health Services LLC	ABD	-	2,08	-	-
17.08.2021	69	St Alexius Hospital	ABD	-	~~0,19~~	~~-2,73~~	~~-0,56~~
17.08.2021	69	Hua Xia Healthcare Holdings Ltd	HongKong	8,58	~~0,78~~	~~-2,52~~	1,03
04.10.2021	69	Teoreo Srl	İtalya	~~45,48~~	1,88	~~-31,34~~	1,43
13.10.2021	68	Cadence Pharmaceuticals Inc	ABD	~~-48,07~~	~~11,29~~	~~-52,30~~	~~36,43~~
13.07.2021	66	Backa Lakarhus AB	İsveç	9,10	~~0,78~~	14,08	~~9,76~~
19.08.2021	65	Annidis Corp	Kanada	~~-5,38~~	~~14,83~~	~~-3,85~~	~~-5,14~~
04.11.2021	62	Community Health Systems Inc-Hospitals	ABD	10,21	1,00	~~-222,36~~	~~97,28~~
25.06.2021	60	Fortis Healthcare Ltd	Hindistan	~~39,91~~	2,54	~~21,22~~	1,96
18.06.2021	59	ISEC Healthcare Ltd	Singapur	14,45	~~4,29~~	~~23,47~~	2,85
20.04.2021	53	IHH Healthcare Bhd	Malezya	~~26,13~~	~~4,93~~	~~414,46~~	2,45
24.05.2021	50	Apollo Hospitals Enterprise Ltd	Hindistan	~~24,80~~	3,21	~~59,09~~	~~5,46~~
18.01.2021	49	Clinica Las Condes SA	Şili	13,70	2,22	~~60,52~~	~~3,42~~
02.09.2021	41	Huasu Holdings Co Ltd	Çin	-	~~15,68~~	~~-7,70~~	~~-9,47~~
28.07.2021	39	Beijing Hui Min Children's Traditional Chinese Medicine Hospital Co Ltd	Çin	-	~~6,19~~	~~8,25~~	~~-3,12~~
06.09.2021	38	Lenitudes SGPS SA	Portekiz	-	-	~~-10,09~~	~~3,21~~
01.06.2021	37	Capio AB	İsveç	9,61	~~0,79~~	~~42,58~~	2,19
17.06.2021	33	ISEC Healthcare Ltd	Singapur	14,45	~~4,29~~	~~23,47~~	2,85
30.07.2021	31	Magellan Health Services Inc	ABD	~~3,23~~	~~0,27~~	~~5,41~~	~~0,84~~
12.05.2021	30	Healthscope Ltd	Avustralya	~~19,05~~	2,58	~~67,64~~	2,58
09.04.2021	28	Ramkhamhaeng Hospital PCL	Tayland	~~33,97~~	~~8,23~~	17,84	2,59
28.06.2021	25	Alexandria Medical Services Co Sae	Mısır	9,28	1,83	19,75	1,76
09.04.2021	25	Healthe Care Australia Pty Ltd	Avustralya	-	3,35	-	-
01.06.2021	25	Healthscope Ltd	Avustralya	14,04	2,49	~~52,01~~	2,44
			MEDYAN	**11,85**	**2,15**	**16,90**	**1,96**

(Milyon TL)	FAVÖK	Net Kar	Net Satışlar	Net Borç	Özsermaye
30.09.2022 tarihli tutarlar	115 ₺	131 ₺	477 ₺	-195 ₺	675 ₺

Değerleme Yöntemi	Firma Değeri	Net Borç	Piyasa Değeri	Ağırlık	Sonuç
FD/FAVÖK	1.361 ₺	-195 ₺	1.556 ₺	25%	389 ₺
F/K			2.213 ₺	25%	553 ₺
FD/Satışlar	1.026 ₺	-195 ₺	1.221 ₺	25%	305 ₺
PD/DD			1.322 ₺	25%	331 ₺
Ağırlıklı Ortalama					**1.578 ₺**

	Piyasa Değeri	Ağırlık	Sonuç
Yurt dışı Borsa Çarpanları	1.462 ₺	50%	731 ₺
M&A Çarpanları	1.578 ₺	50%	789 ₺
Ağırlıklı Ortalama			**1.520 ₺**

5.3.3. Yurt içi Benzer Şirket Çarpanları

Sağlık sektöründe faaliyet gösteren ve BİST'de işlem gören 11 şirket bulunmaktadır. Yurt içi benzer şirket olarak BİST'te işlem görmekte olan 3 hastane grubu analize dahil edilmiştir. Refinitiv Eikon kaynaklı 07.12.2022 tarihli veri setindeki şirketlerden Nasmed Özel Sağlık yeni halka arz olması nedeniyle çarpanlar olarak diğer iki şirketten önemli oranda farklılaştığı dikkate alınarak, sadece Lokman Hekim ve MLP Sağlık çarpan analizinde kullanılmıştır. Nasmed Özel Sağlık'ın verilerine bilgi amaçlı olarak tablolarda yer verilmiştir. Faaliyet alanları Şirket'in faaliyetleri ile uygun olmayan Deva Holding, Gen İlaç, Meditera Tıbbi Malzeme, Türk İlaç, Eczacıbaşı İlaç, RTA Laboratuvarları, Anatolia Genetik, Selçuk Ecza Deposu analizde kullanılmamıştır. Yurt dışı benzerleri ile de karşılaştırabilmek için benzer piyasa göstergeleri USD cinsinden aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Kodu	Şirket Unvanı	Piyasa Değeri - milyon USD	Firma Değeri - milyon USD	Beta
LKMNH	Lokman Hekim	58	79	0,69
EGEPO	Nasmed Özel Sağlık	116	115	0,34
MPARK	MLP Sağlık	871	944	0,88
	ORTALAMA	**348**	**379**	**0,64**

Kodu	Şirket Unvanı	FD/FAVÖK x	F/K x	FD/Satışlar x	PD/DD x
LKMNH	Lokman Hekim	9,81	10,74	2,03	~~5,68~~
EGEPO	Nasmed Özel Sağlık	~~72,27~~	~~303,74~~	~~9,64~~	~~7,40~~
MPARK	MLP Sağlık	7,58	14,85	1,74	~~10,81~~
	ORTALAMA (Sınır değerler hariç)	**8,70**	**12,80**	**1,89**	**AD**
	MEDYAN (Sınır değerler hariç)	**8,70**	**12,80**	**1,89**	**AD**
	En Küçük (Sınır değerler hariç)	**7,58**	**10,74**	**1,74**	**AD**
	En Büyük (Sınır değerler hariç)	**9,81**	**14,85**	**2,03**	**AD**

(Milyon TL)	FAVÖK	Net Kar	Net Satışlar	Net Borç	Özsermaye
30.09.2022 tarihli tutarlar	115 ₺	131 ₺	477 ₺	-195 ₺	675 ₺

Değerleme Yöntemi	Firma Değeri	Net Borç	Piyasa Değeri	Ağırlık	Sonuç
FD/FAVÖK	998 ₺	-195 ₺	1.193 ₺	33%	398 ₺
F/K			1.676 ₺	33%	559 ₺
FD/Satışlar	899 ₺	-195 ₺	1.094 ₺	33%	365 ₺
PD/DD					0 ₺
Ağırlıklı Ortalama					**1.321 ₺**

5.3.4. Ana Pazar Çarpanları

Fin-Net kaynaklı 07.12.2022 tarihli veri setinde BİST Ana Pazar'da işlem gören 227 şirket bulunmaktadır. Finans sektörü (aracı kurumlar, bankalar, GYO, GSYO, leasing, faktoring), holding şirketleri ile spor kulüpleri analiz dışında tutulmuş ve ayrıca 40x üzerindeki değerler anlamlı olarak kabul edilmemiştir. Sonuç olarak 172 Ana Pazar şirketinin çarpanları dikkate alınmıştır.

	FD/FAVÖK x	F/K x	FD/Satışlar x	PD/DD x
Ana Pazar Çarpanları	12,96	13,56	2,58	4,57

(Milyon TL)	FAVÖK	Net Kar	Net Satışlar	Net Borç	Özsermaye
30.09.2022 tarihli tutarlar	115 ₺	131 ₺	477 ₺	-195 ₺	675 ₺

Değerleme Yöntemi	Firma Değeri	Net Borç	Piyasa Değeri	Ağırlık	Sonuç
FD/FAVÖK	1.488 ₺	-195 ₺	1.683 ₺	33%	561 ₺
F/K			1.776 ₺	33%	592 ₺
FD/Satışlar	1.231 ₺	-195 ₺	1.426 ₺	33%	475 ₺
PD/DD					0 ₺
Ağırlıklı Ortalama					**1.628 ₺**

	Piyasa Değeri	Ağırlık	Sonuç
Hastane Çarpanları	1.321 ₺	50%	661 ₺
Ana Pazar Çarpanları	1.628 ₺	50%	814 ₺
Yurt İçi Ağırlıklı Ortalama			**1.475 ₺**

5.4. Değerleme Sonucu

Değerleme Yöntemleri (Milyon TL)	Piyasa Değeri	Ağırlık	Sonuç
İNA	1.314 ₺	50%	657 ₺
Yurt içi Çarpanlar	1.475 ₺	25%	369 ₺
Yurt dışı Çarpanlar	1.520 ₺	25%	380 ₺
Halka Arz Öncesi Şirket Değeri			**1.406 ₺**
Pay Fiyatı			**14,06 ₺**
%27,37 iskonto			**385 ₺**
Halka Arz Öncesi İskontolu Şirket Değeri			**1.021 ₺**
İskontolu Pay Fiyatı			**10,21 ₺**

Halka Arz Bilgileri	
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (Milyon TL)	1.406 ₺
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye (Milyon TL)	100 ₺
Pay Fiyatı	14,06 ₺
Halka Arz İskontosu	**%27,37**
Halka Arz Öncesi İskontolu Özsermaye Değeri (Milyon TL)	**1.021 ₺**
İskontolu Pay Fiyatı	**10,21 ₺**
Sermaye Artırım Oranı	%28
Halka Arz Edilecek Pay Adedi (Milyon)	28 ₺
Halka Arz Büyüklüğü (Milyon TL)	**286 ₺**
Halka Arz Sonrası Özsermaye Değeri (Milyon TL)	1.307 ₺
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye (Milyon TL)	128 ₺
Halka Açıklık Oranı	**%21,875**