

GÖKMEDRESE SAĞLIK HİZMETLERİ A.Ş. DEĞERLEME RAPORU

Bizim Menkul Değerler A.Ş.

İnönü Cad. Kanarya Sok.
No:25 Kat: 4 – 5
Yenisahra/Ataşehir
Tel: 0216 444 1 263

13/02/2019

Gökmedrese Sağlık Hizmetleri A.Ş. Yönetim Kurulu'na, İstanbul, Türkiye

İş bu rapor **Gökmedrese Sağlık Hizmetleri A.Ş.** için hazırlanmış olduğumuz "Değerleme Raporu" çalışmasıdır. Bu değerlendirme çalışmasında ilgili şirket yetkililerinin tarafımıza ilettiği verilerden, projeksiyonlardan ve raporlardan yararlanılmıştır. Şirketimiz, bu bilgilerin doğruluğuna güvenmiş olmakla birlikte; bu bilgilerin doğruluğu konusunda şirketimiz veya çalışanları tarafından herhangi bir beyan verilmemiştir ve bu konuda herhangi bir sorumluluk kabul edilmemiştir ve edilmeyecektir. Finansal Değerlemesi yapılan şirket ve bağlı ortaklıkları ile ilgili herhangi bir hukuki durum tespiti veya vergi ile ilgili herhangi bir durum tespiti yapılmamıştır. Burada ifade edilen değer, hukuki ve vergi durum tespitleri haricinde belirlendiği göz ardı edilmemelidir. Bu çalışmada şirket için bulunan değer alım veya satım fiyatı olarak esas teşkil etmemektedir ve etmemelidir. Buna ilave olarak; bulunan değer üzerinden alım-satım işlemi yapılması ve/veya işlemin teminatlandırılması, bu çalışmaya dâhil edilmemiş olan birçok faktörün de göz önünde bulundurulmasını gerektirmektedir. Bizim Menkul Değerler A.Ş. alım-satım ve/veya teminatlandırma işlemlerinde herhangi bir yükümlülük veya sorumluluk kabul etmemektedir ve edilmeyecektir.

Bu değerlendirme çalışması, Şirket yetkililerinin sağladığı projeksiyonları ve şirketle benzer faaliyet alanına sahip Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin değerlendirme çarpanlarını baz alarak **Gökmedrese Sağlık Hizmetleri A.Ş.'nin** sahip olabileceği piyasa değeri hakkındaki görüşümüzü yansıtmakta olup, burada yer alan tahminler, beklentiler veya diğer bilgilerin makul olması veya başarısı konusunda hiçbir beyan verilmemiştir ve verilmeyecektir ve bu konuda herhangi bir sorumluluk kabul edilmemiştir ve edilmeyecektir. Bu değerlendirme çalışmasının kullanılması sonucunda doğabilecek olan doğrudan veya dolaylı zararlardan şirketimiz ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu olmayacaktır. Bu rapor, değerlendirme yapılan şirket ile ilgili ihtiyaç duyulabilecek bütün verileri içeriyor kabul edilmemelidir.

Gökmedrese Sağlık Hizmetleri A.Ş. için yapılan değerlemede detayları raporun ilgili bölümlerinde açıklanmış olan İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi ve Çarpan Analiz Yöntemi kullanılmıştır. Detayları raporun ilgili kısımlarında bulunan varsayımlar dahilinde hesaplanan piyasa değeri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Değerleme Özeti			
	Tekil Değer	Ağırlık	Nihai Değere Katkı
Çarpan Değeri	7.382.631	50,0%	3.691.316
İndirgenmiş Nakit Akım Değeri	8.926.562	50,0%	4.463.281
Piyasa Değeri			8.154.596

2020 yılında seans başı fiyatının alabileceği değerlerin, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetindeki değişimlerin ve 2019 yılından itibaren şirketin vereceği seansa sayısındaki değişikliklere göre Şirket'in sahip olabileceği piyasa değerleri duyarlılık analizi yapılarak raporun ilgili bölümlerinde gösterilmiştir.

Serpil Böke

Ahmet Gökuner

Bizim Menkul Değerler A.Ş.
13 Şubat 2019, İstanbul, Türkiye

İÇİNDEKİLER;

1. Gökmedrese Sağlık Hizmetleri A.Ş.	- 4 -
1.1. Kısaca Gökmedrese Sağlık Hizmetleri A.Ş.	- 4 -
1.1.1.Ortaklık yapısı	- 4 -
1.1.2.Bağlı Ortaklık.....	- 4 -
1.2.Mali Veriler	- 6 -
2. KULLANILAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	- 8 -
2.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	- 8 -
2.2. Çarpan Analiz Yöntemi.....	- 8 -
3. GÖKMEDRESE SAĞLIK HİZMETLERİ A.Ş. PİYASA DEĞERİ	- 9 -
3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Değeri.....	- 9 -
3.1.1. İndirgeme Oranı Tespiti	- 11 -
3.2. Çarpan Analiz Yöntemi.....	- 13 -
3.2.1. Sınai Endeks Çarpan Değeri	- 13 -
3.2.2. Lokman Hekim Hastaneleri Çarpan Değeri	- 13 -
3.2.3 Çarpan Değeri	- 13 -
3.3. Sonuç	- 14 -
3.4. Duyarlılık Analizi	- 14 -

1. Gökmedrese Sağlık Hizmetleri A.Ş.**1.1. Kısaca Gökmedrese Sağlık Hizmetleri A.Ş.**

31.12.2017 itibarıyla Türkiye çapında 315 adedi özel olmak üzere 852 hemodiyaliz merkezi bulunurken bu merkezlerde 17.253 cihaz ile 61.544 hastaya hizmet verilmektedir. (Kaynak : Diader – Kurumsal Özel Diyaliz Merkezleri Derneği)

TÜRKİYE KAMU VE ÖZEL HEMODİYALİZ MERKEZLERİ						
Kurum Adı	Merkez		Cihaz		Hasta	
	Sayı	%	Sayı	%	Sayı	%
Sağlık Bakanlığı	479	56,2	5.781	33,5	17.670	28,7
Üniversite	58	6,8	1.453	8,4	4.408	7,2
Özel	315	37,0	10.019	58,1	39.466	64,1
TOPLAM	852		17.253		61.544	

Gökmedrese Sağlık Hizmetleri A.Ş.'nin merkezi Sivas'tadır. Şirketin biri Tokat Merkez şube biri de Yozgat şube olmak üzere iki faaliyet merkezi bulunmaktadır. Şirket Tokat Merkez şubede 32 ve Yozgat şubede 28 olmak üzere 60 yatak kapasitesine sahip olarak faaliyet göstermektedir. Tokat Merkez ve Yozgat şubeleri sırasıyla yıllık 15.600 ve 10.800 seans verebilme kapasitesine sahiptir. Şirketin son 3 yıllık verilere bakıldığında ise Tokat Merkez ve Yozgat şubeleri hastalarına ortalama yıllık sırasıyla 14.600 ve 9.600 seansın üzerinde hizmet verildiği görülmektedir. Şirketin 2018/12 döneminde hasta sayısı 153 olarak bildirilmiştir.

Şirketin Tokat Merkez şubede 2 doktor, 1 diyetisyen, 1 hemşire, 5 diyaliz teknikeri, 14 diğer personel olmak üzere toplam 23 çalışanı; Yozgat şubede 2 doktor, 1 diyetisyen, 4 hemşire, 2 diyaliz teknikeri, 9 diğer personel olmak üzere toplam 18 çalışanı bulunmaktadır. Şirketin toplam personel sayısı 41'dir.

1.1.1.Ortaklık yapısı

Ortaklık Yapısı	Sermaye - TL
Sas Grup Sağlık A.Ş.	6.000.000
TOPLAM	6.000.000

1.1.2.Bağlı Ortaklık

Şirketin sadece bir bağlı ortaklığı bulunmaktadır;

Bağlı Ortaklık

Ünvanı :	KB Sağlık Tarım Hayvancılık ve Gıda Ticaret ve Sanayi Limited Şirketi
Sermayesi:	6.000.000 TL
Payı :	100%
Faaliyet Alanı :	Özel muayenehanelerde sağlanan uzman hekimlik ile ilgili yatılı olmayan uygulama faaliyetleri (hastane ve poliklinik faaliyetleri ile ebe, hemşire ve fizyoterapistlerin paramedikal faaliyetleri hariç)
Durumu :	Gayri Faal

KB Sağlık'ın arsa üzerinde 500 büyük baş hayvan üretim çiftliği 38.000.000 m² alanda hizmet vermektedir. Gökmedrese Sağlık Hizmetleri, iştiraki olan KB Sağlık Tarım şirketini 4 Şubat 2019 tarihli pay devri sözleşmesiyle 6 milyon TL bedelle satmıştır. Bu bağlamda KB Sağlık Tarım'ın değeri 6 milyon TL kabul edilerek Gökmedrese'nin değerine dahil edilmiştir.

BİLANÇO	2018/09
I.Dönen Varlıklar	5.069.312
Kasa	129.782
Alınan Çekler	349.012
Bankalar	88.571
Alıcılar	840.414
Diğer Çeşitli Alacaklar	1.330.617
İlk Madde Ve Malzeme	1.349.029
Ticari Mallar	60.000
Diğer Stoklar	1.400
Verilen Sipariş Avansları	66.820
Gelecek Aylara Ait Giderler	110.594
Devreden Katma Değer Vergisi	304.999
İndirilecek Katma Değer Vergisi	0
İş Avansları	438.074
II.Duran Varlıklar	3.057.493
Arazi Ve Arsalar	16.543
Binalar	2.093.703
Tesis, Makine Ve Cihazlar	677.549
Taşıtlar	198.731
Demirbaşlar	56.927
Diğer Maddi Duran Varlıklar	556.933
Birikmiş Amortismanlar (-)	-773.142
Özel Maliyetler	21.480
Birikmiş Amortismanlar (-)	-21.182
Hazırlık Ve Geliştirme Giderleri	147.442
Gelecek Yıllara Ait Giderler	82.508
AKTİF (VARLIKLAR) Toplam	8.126.806

BİLANÇO	2018/09
I .Kısa Vadeli Yükümlülükler	5.001.809
Banka Kredileri	364.442
Satıcılar	356.307
Ortaklara Borçlar	2.236.963
Personele Borçlar	70.905
Diğer Çeşitli Borçlar	1.841.935
Alınan Sipariş Avansları	6.050
Ödenecek Vergi Ve Fonlar	9.308
Ödenecek Sosyal Güvenlik Kesintileri	76.037
Vad. Geç. Ert. Veya Taks. Verg. ve Diğ. Yük.	39.863
II .Uzun Vadeli Yükümlülükler	108.246
Kamuya Olan Ert. Veya Taks. Borçlar	108.246
III .Özkaynaklar	3.016.750
Sermaye	6.000.000
Geçmiş Yıllar Karları	125.934
Geçmiş Yıllar Zararları	-2.907.570
Dönem Net Zararı (-)	-82.936
Dönem Net Zararı (-)	-118.678
PASİF (KAYNAKLAR) Toplam	8.126.806

Aşağıda KB Sağlık 2018 yılı 9 aylık döneme ait mali veriler yer almaktadır;

Gelir Tablosu	2018/09
Genel Yönetim Giderleri (-)	-57.379
Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	-38.774
Genel Yönetim Giderleri	-22.524
Genel Yönetim Giderleri Yansıma Hesabı	0
Finansman Giderleri	0

1.2.Mali Veriler

BİLANÇO	2013	2014	2015	2016	2017	2018/09
I. Dönen Varlıklar	4.400.457	3.285.666	3.953.288	4.410.636	5.742.111	4.908.854
A. Hazır Degerler	685.867	269.482	490.848	596.797	567.375	81.901
Kasa	587.224	267.854	488.737	559.212	513.691	44.586
Alınan Çekler				23.964	23.964	23.964
Bankalar	98.642	1.628	2.112	13.621	29.720	13.351
C. Ticari Alacaklar	1.422.666	1.025.367	1.117.362	1.266.482	1.482.594	2.435.980
Alıcılar	1.416.665	1.019.365	1.111.360	1.260.481	1.476.592	2.429.978
Verilen Depozito ve Terminatlar	6.002	6.002	6.002	6.002	6.002	6.002
D. Diğer Alacaklar	2.121.611	1.726.443	2.111.257	2.231.415	3.466.965	2.257.960
Ortaklardan Alacaklar	19.405	0	49.135	97.321	97.321	97.321
Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar	2.102.206	969.302	1.380.373	1.412.529	1.912.397	462.019
Diğer Çeşitli Alacaklar	0	757.141	681.748	721.565	1.457.247	1.698.620
E. Stoklar	87.884	114.415	91.225	136.870	22.808	23.408
İlk Madde ve Malzeme	87.884	102.746	79.013	116.112	0	0
Verilen Sipariş Avansları	0	11.669	12.212	20.758	22.808	23.408
G. Gelecek Aylara Ait Gid. ve Gelir Tahak.	33.138	81.875	87.491	87.619	141.255	48.490
Gelecek Aylara Ait Giderler	33.138	81.875	87.491	87.619	141.255	48.490
H. Diğer Dönen Varlıklar	49.291	68.085	55.105	91.452	61.115	61.115
Devreden KDV	0	19.394	30.105	34.992	0	
İş Avansları	48.691	48.691	25.000	56.460	61.115	61.115
Personel Avansları	600	0				
II. DURAN VARLIKLAR	7.892.552	7.445.581	6.925.067	6.715.668	6.860.740	6.813.692
C. Mali Duran Varlıklar	5.600.000	5.870.000	6.000.000	6.000.000	6.000.000	6.000.000
Bağlı Ortaklıklar	5.600.000	6.000.000	6.000.000	6.000.000	6.000.000	6.000.000
Bağlı Ortaklıklara Ser. Taahhüt. (-)	0	130.000	0			
D. Maddi Duran Varlıklar	1.833.104	1.188.704	609.785	434.194	506.104	460.063
Tesis, Makina ve Cihazlar	2.897.997	2.337.689	2.337.689	2.627.762	2.756.852	2.756.852
Taşıtlar	573.650	506.566	333.534	333.097	333.097	333.097
Demirbaşlar	264.235	207.828	207.828	207.828	214.774	221.129
Birikmiş Amortismanlar (-)	1.902.779	1.863.378	2.269.265	2.734.492	2.798.618	2.851.014
E. Maddi Olmayan Duran Varlıklar	459.448	386.877	314.306	281.474	269.661	269.661
Haklar	487.606	487.606	487.606	487.606	487.606	487.606
Kuruluş ve Örgütlenme Giderleri	5.513	5.513	5.513	5.513	5.513	5.513
Özel Maliyetler	291.192	291.192	291.192	292.040	296.065	296.065
Birikmiş Amortismanlar (-)	324.864	397.434	470.005	503.685	519.523	519.523
G. Gelecek Yıllara Ait Gid. ve Gelir Tahak.			976	0	84.976	83.968
Gelecek Yıllara Ait Giderler			976	0	84.976	83.968
AKTİF (VARLIKLAR) Toplam	12.293.009	10.731.247	10.878.355	11.126.303	12.602.852	11.722.546

2018 yılı ilk 9 aylık dönemde şirketin dönen varlıkları 4,9 Milyon TL'dir. Dönen varlıkların 2,4 Milyon TL'si büyük bir kısmı SGK'dan kaynaklanan ticari alacaklardan, 2,3 Milyon TL'lik kısmı ise ilişkili taraflardan kaynaklanan diğer alacaklardan oluşmaktadır.

Şirketin duran varlıkları 6,8 Milyon TL'dir ve duran varlıkların 6,0 Milyon TL'lik büyük çoğunluğunu KB Tarım Sağlık şirketinin takip edildiği mali duran varlıklar oluşturmaktadır.

BİLANÇO	2013	2014	2015	2016	2017	2018/09
III. Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	6.293.220	5.805.651	6.298.452	6.912.136	7.271.074	5.914.133
A. Mali Borçlar	1.038.666	1.038.698	1.253.643	524.610	234.868	230.268
Banka Kredileri	1.038.666	1.038.698	1.253.643	524.610	234.868	230.268
B. Ticari Borçlar	883.224	769.389	764.476	1.549.791	2.331.301	2.023.963
Satıcılar	869.553	552.957	464.320	1.230.986	1.489.315	1.891.683
Borç Senetleri	13.670	216.431	300.156	318.805	841.986	132.280
C. Diğer Borçlar	4.284.740	3.877.516	3.970.857	4.507.142	4.224.957	2.894.592
Ortaklara Borçlar	4.195.028	3.814.595	3.399.729	3.715.576	3.358.000	3.335.802
Personele Borçlar	86.789	56.799	67.254	85.281	116.583	105.585
Diğer Çeşitli Borçlar	2.924	6.122	503.875	706.284	750.374	-546.795
D. Alınan Avanslar	2.091	2.091	39.091	39.091	39.091	39.091
Alınan Sipariş Avansları	2.091	2.091	39.091	39.091	39.091	39.091
F.Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	84.499	117.957	270.384	291.503	430.863	726.219
Ödenecek Vergi ve Fonlar	53.101	97.764	214.657	153.309	332.103	496.224
Ödenecek Sosyal Güvenlik Kesintileri	31.398	20.193	55.727	68.086	29.476	205.953
Vad.Geç.Ert.veya Tak.Ver.ve Diğ.Yük.				70.108	69.285	23.457
Ödenecek Diğer Yükümlülükler						585
G. Borç ve Gider Karşılıkları					9.994	
Dönem Karı Vergi ve Diğer Yasal Yükümlülük					50.130	
Dönem Karının Pesin Ödenen Vergi ve Diğer					40.136	
IV. Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar			95.473	110.168	731.399	692.077
A. Mali Borçlar			95.473		465.499	465.499
Banka Kredileri			95.473		465.499	465.499
C. Diğer Borçlar				110.168	265.900	226.578
Kamuya Olan Ert. veya Tak. Borç.				110.168	265.900	226.578
V. Özkaynaklar	5.999.789	4.925.597	4.484.431	4.103.999	4.600.379	5.116.336
A. Ödenmiş Sermaye	5.999.500	6.000.000	6.000.000	6.000.000	6.000.000	6.000.000
Sermaye	6.000.000	6.000.000	6.000.000	6.000.000	6.000.000	6.000.000
Ödenmemiş Sermaye (-)	500					
C. Kar Yedekleri	580.000	580.000				
Özel Fonlar	580.000	580.000				
D-GEÇMİŞ YILLAR KARLARI						496.379
E. Geçmiş Yıllar Zararları (-)	453.090	579.711	1.654.403	1.515.569	1.896.001	1.896.001
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	453.090	579.711	1.654.403	1.515.569	1.896.001	1.896.001
F. Dönem Net Karı (zararı)	-126.622	-1.074.692	138.834	-380.431	496.379	
Dönem Net Karı			138.834		496.379	515.958
Dönem Net Zararı (-)	126.622	1.074.692		380.431		
PASİF (KAYNAKLAR) Toplam	12.293.009	10.731.247	10.878.355	11.126.303	12.602.852	11.722.546

2018 yılı ilk 9 aylık dönemde şirketin kısa vadeli yabancı kaynakları 5,9 milyon TL'dir. Bu kaynakların 2,0 milyon TL'si ticari borçlardan oluşurken 2,9 Milyon TL'si ise ortaklara ve diğer ilişkili taraflara olan diğer borçlardır.

Şirketin ödenmiş sermayesi 6,0 Milyon TL, özkaynak değeri ise 5,1 milyon TL'dir.

GELİR TABLOSU	2013	2014	2015	2016	2017	2017/09	2018/09	Değişim
A. Brüt Satışlar	5.067.440	3.969.641	3.658.432	3.888.785	4.683.352	3.407.296	3.661.758	7,47%
1. Yurtiçi Satışlar	4.979.357	3.880.504	3.614.516	3.871.003	4.680.752	3.404.696	3.658.354	7,45%
3. Diğer Gelirler	88.083	89.137	43.916	17.782	2.600	2.600	3.403	30,89%
C.Net Satışlar	5.067.440	3.969.641	3.658.432	3.888.785	4.683.352	3.407.296	3.661.758	7,47%
D. Satışların Maliyeti (-)	4.949.345	3.904.148	3.679.186	3.831.139	4.057.654	3.045.132	3.019.997	-0,83%
1. Satılan Mamuller Maliyeti (-)					104.737	104.737		
3. Satılan Hizmet Maliyeti (-)	4.949.345	3.859.975	3.679.186	3.831.139	3.952.917	2.940.394	3.019.997	2,71%
4. Diğer Satışların Maliyeti (-)	0	44.173	0					
BRÜT SATIŞ KARI VEYA ZARARI	118.095	65.493	-20.753	57.645	625.698	362.164	641.760	77,20%
Brüt Kar Marjı	2,33%	1,65%	-0,57%	1,48%	13,36%	10,63%	17,53%	
E. Faaliyet Giderleri (-)	64.932	64.141	46.755	39.823	24.472	17.352	15.056	-13,23%
3. Genel Yönetim Giderleri (-)	64.932	64.141	46.755	39.823	24.472	17.352	15.056	-13,23%
FAALİYET KARI VEYA ZARARI	53.163	1.352	-67.508	17.822	601.226	344.813	626.704	81,75%
F. Diğer Faaliyetlerden Olağan Gelir ve Karlar	241.689	229.409	217.475	251.108	17	17		
3. Faiz Gelirleri	240.979	229.249	201.724	248.861	0			
7. Kambiyo Karları	660	100	14.973	2.246	17	17		
10. Diğer Olağan Gelir ve Karlar	50	59	779	1	0	0		
G. Diğer Faaliyetlerden Olağan Gider ve Zararlar (-)	1.132	341	16.383	83.113	7.800	5.095	30	
4. Kambiyo Zararları (-)	898	341	16.329	83.057	7.800	5.095	30	
7. Diğer Olağan Gider ve Zararlar (-)	234	0	54	56	0	0		
H. Finansman Giderleri (-)	370.105	595.921	495.555	100.918	30.796	21.825	95.642	338,22%
1. Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	370.105	595.921	495.555	100.918	30.796	21.825	95.642	
OLAĞAN KAR VEYA ZARAR	-76.386	-365.502	-361.971	84.899	562.648	317.909	531.032	67,04%
I. Olağan Dışı Gelir ve Karlar	42.278	218.166	776.656	47.840	47.959	8.725	3.403	
2. Diğer Olağandışı Gelir ve Karlar	42.278	218.166	776.656	47.840	47.959	8.725	3.403	
J. Olağandışı Gider ve Zararlar (-)	92.514	927.357	275.851	513.170	64.097	62.147	18.477	
2. Önceki Dönem Gider ve Zararları (-)	609	21	1.418	224	0			
3. Diğer Olağandışı Gider ve Zararlar (-)	91.905	927.336	274.433	512.946	64.097	62.147	18.477	
DÖNEM KARI VEYA ZARARI	-126.622	-1.074.692	138.834	-380.431	546.509	264.487	515.958	95,08%
K. Dönem Karı, Vergi ve Diğer Yasal Yükümlülük					50.130			
DÖNEM NET KARI VEYA ZARARI	-126.622	-1.074.692	138.834	-380.431	496.379	264.487	515.958	95,08%

Şirketin cirosu 2018 yılı 9 aylık dönemde bir önceki yılın aynı dönemine göre %7,47 artarak 3,7 milyon TL olmuştur. Aynı dönemde şirketin brüt karı %77,2 artarak 642 bin TL olarak gerçekleşmiştir. 2017 yılı ilk 9 ayında %10,63 olan şirketin brüt kar marjı 2018 yılı 3. çeyreğinde %17,53'e yükselmiştir.

Şirket 2017 yılsonunda 547 bin TL net dönem karı elde etmiştir. 2018 yılı ilk 9 ayında ise önceki yılın aynı dönemine göre net dönem karı %95,08 artarak 516 bin TL olarak gerçekleşmiştir.

2. KULLANILAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

2.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İNA analizinde şirketin tüzel bir kişilik olarak sonsuza kadar faaliyetlerini sürdüreceği varsayılır ve bu dönemde elde edeceği nakit akımları hesaplanarak şirket değeri bulunmaya çalışılır. Söz konusu nakit akımlarının belirlenen iskonto oranı (AOSM) ile bugüne indirgenmesiyle şirket değerine ulaşıp, bu değerden net borç rakamı çıkarılır ve eğer varsa yatırım amaçlı gayrimenkuller ve finansal yatırımlar eklenerek şirket için hedef piyasa değerine ulaşılır.

2.2. Çarpan Analiz Yöntemi

Çarpan analizi hisse senetleri piyasasının etkin işlediği varsayımıyla halka açık olmayan şirketlerin halka açık şirketlerle karşılaştırılarak değerlerinin bulunması işlemidir. Çarpan analizi yapılırken benzer nitelikte ve emsal şirketler baz alınarak, bu şirketlere ait ciro, faaliyet karı, net kar, özkaynak, net aktif değer gibi verilerin piyasa değeri ile karşılaştırılarak ilgili şirket için bir değer bulunur.

3. GÖKMEDRESE SAĞLIK HİZMETLERİ A.Ş. PİYASA DEĞERİ

3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Değeri

Şirketin değerleme çalışmasında varsayımlar detaylıca belirlenmiş ve bu varsayımlara dayanılarak indirgenmiş nakit akımları analizi yapılmıştır. Çalışmamız sırasında başvurduğumuz varsayımlar şu şekildedir;

Şirketten alınan bilgi yatak kapasitesinin Tokat Merkez şubede 32 ve Yozgat şubede 28 olmak üzere 60 olduğu fakat her bir merkezde işin doğası gereği 2'şer yatağın acil durumlar için önlem amaçlı boş bırakıldığı yönündedir. Bu bilgi doğrultusunda şirketin toplam yatak kapasitesi 60 olarak kabul edilmiş ve yatak kapasitesinde artış öngörülmemiştir.

Şirket Tokat Merkez şubede günlük ortalama 45 seans, aylık 1.300 seans ve yıllık 15.600 seans; Yozgat şubede ise günlük ortalama 30 seans, aylık 900 seans ve yıllık 10.800 seans yapabilme kapasitesinin olduğunu belirtmiştir. Bu durum göz önüne alındığında Şirket'in toplam yıllık seans kapasitesi 26.400 seans olarak belirlenmiştir.

Şirket 2016 yılında toplam 22.917 seans, 2017 yılında toplam 25.182 seans ve 2018 yılında toplam 24.920 seans gerçekleştirmiştir. Seans sayısının 2019 yılı ve sonrasında 25.600 olacağı varsayılmıştır. Şirketin son 3 yılda kapasite kullanım oranı ortalama %92 iken 2018 yılında kapasite kullanım oranı %94'e yükselmiştir. Seans sayısında yaşanacağı varsayılan artıştan ötürü Şirket'in 2019 yılı ve sonraki yıllar için kapasite kullanım oranı %97 olarak kabul edilmiştir.

Şirket'in son 3 yılda seans başına ortalama birim geliri 183 TL ve 2018 yılında ortalama seans başına birim geliri 201 TL olarak gerçekleşmiştir. Sektörün yapısı itibarıyla diyaliz merkezinin gelirleri yüksek oranda SGK ödemelerinden sağlanmakta ve birim fiyatlar Sağlık Bakanlığı/Sosyal Güvenlik Kurumu tarafından belirlenmektedir. Son fiyat güncellemesi 28 Aralık 2018 tarihinde resmi gazetede yayınlanan "sağlık hizmetleri fiyatlandırma komisyon kararı" ile belirlenmiş ve o tarihten sonra herhangi bir güncelleme yapılmamıştır. Şirketten alınan bilgi doğrultusunda 2019 yılında birim seans gelirleri 230 TL olarak alınmış, TCMB Beklenti Anketi baz alınarak BMD tahmini enflasyonu oranında 2020 yılı için %12, 2021 yılı için %10 artış yaşanacağı ve daha sonraki yıllarda ise her yıl hedef enflasyon oranında %7 artış öngörülmüştür.

Satış maliyeti tarafında yer alan her bir kalem için TCMB Beklenti Anketi baz alınarak BMD tahmini enflasyonu oranında 2019 yılı için %16,45, 2020 yılı için %12, 2021 yılı için %10 ve diğer yıllar için %7 oranında artış öngörülmüştür.

Şirketten alınan bilgi dahilinde 2019 yılında 4 adet minibüs alımı için 560.000 TL ve 2024 yılında 60 makine için 3,3 Milyon TL tutarında yatırım harcaması öngörülmüştür.

İndirgenmiş nakit akımları analizimizde uç değer büyüme oranı olarak geçmiş yıl büyümeleri de göz önüne alınarak %5 olarak kabul edilmiştir.

Şirketin gayri faal durumda olan bağlı ortaklığı KB Sağlık Tarım Hayvancılık ve Gıda Ticaret ve Sanayi Limited Şirketi'nin satışı 4 Şubat tarihli pay devri sözleşmesine göre 6 milyon TL'ye gerçekleşmiştir.

Varsayımlarımız sonucu ortaya çıkan gelir projeksiyonu aşağıdaki tabloda detaylı olarak paylaşılmıştır;

VARSAYIMLAR												
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Yıllık Seans Kapasitesi	26.400	26.400	26.400	26.400	26.400	26.400	26.400	26.400	26.400	26.400	26.400	26.400
Yıllık Gerçekleşen Seans sayısı	22.917	25.182	24.920	25.600	25.600	25.600	25.600	25.600	25.600	25.600	25.600	25.600
Kapasite Kullanım Oranı	86,81%	95,39%	94,39%	96,97%	96,97%	96,97%	96,97%	96,97%	96,97%	96,97%	96,97%	96,97%
Birim Seans Ortalama Gelir (TL)	165	182	201	230	258	283	303	324	347	371	397	425
Birim Seans Ortalama Gelir Artışı		10,08%	10,46%	14,47%	12,00%	10,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Net Satışlar (KDV hariç)	3.786.979	4.580.564	5.007.135	5.888.000	6.594.560	7.254.016	7.761.797	8.305.123	8.886.482	9.508.535	10.174.133	10.886.322
Toplam SMM	3.831.139	3.952.917	4.253.107	4.715.372	5.270.594	5.788.801	6.187.821	6.614.772	7.203.890	7.692.706	8.215.740	8.775.386
Genel Yönetim Giderleri	28.862	24.562	21.644	25.204	28.229	31.052	33.225	35.551	38.039	40.702	43.551	46.600
Esas Faaliyet Karı	-73.022	603.086	732.384	1.147.424	1.295.737	1.434.163	1.640.761	1.654.800	1.644.552	1.775.127	1.914.841	2.064.336
Satışların Maliyeti	3.831.139	3.952.917	4.253.107	4.715.372	5.270.594	5.788.801	6.187.821	6.614.772	7.203.890	7.692.706	8.215.740	8.775.386
BMD Tahmini Enflasyon				16,45%	12,00%	10,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
İlk Madde ve Malzeme Gideri	1.501.680	1.170.080	1.480.789	1.771.432	1.984.004	2.182.404	2.335.173	2.498.635	2.673.539	2.860.687	3.060.935	3.275.200
Net Satışa Oranı	39,65%	25,54%	29,57%	30,09%	30,09%	30,09%	30,09%	30,09%	30,09%	30,09%	30,09%	30,09%
Seans Başlı Gider	66	46	59	69	78	85	91	96	104	112	120	128
İşçilik Giderleri	1.143.067	1.500.151	1.673.906	1.949.263	2.183.175	2.401.493	2.569.597	2.749.469	2.941.932	3.147.867	3.368.218	3.603.993
Net Satışa Oranı	30,18%	32,75%	33,43%	33,11%	33,11%	33,11%	33,11%	33,11%	33,11%	33,11%	33,11%	33,11%
Seans Başlı Gider	50	60	67	76	85	94	100	107	115	123	132	141
Dışarıdan Sağlanan Fayda ve Hizmetler	297.770	393.096	504.474	587.460	657.956	723.751	774.414	828.623	886.626	948.690	1.015.098	1.086.155
Net Satışa Oranı	7,86%	8,58%	10,08%	9,98%	9,98%	9,98%	9,98%	9,98%	9,98%	9,98%	9,98%	9,98%
Seans Başlı Gider	13	16	20	23	26	28	30	32	35	37	40	42
Çeşitli Giderler	548.069	734.394	521.136	315.271	353.103	388.413	415.602	444.694	475.823	509.131	544.770	582.904
Net Satışa Oranı	14,47%	16,03%	10,41%	5,35%	5,35%	5,35%	5,35%	5,35%	5,35%	5,35%	5,35%	5,35%
Seans Başlı Gider	24	29	21	12	14	15	16	17	19	20	21	23
Amortisman Giderleri	337.921	79.964	69.861	88.520	88.520	88.520	88.520	88.520	220.800	220.800	220.800	220.800
Ortak Giderler	2.633	75.231	2.942	3.426	3.837	4.220	4.516	4.832	5.170	5.532	5.919	6.334
Genel Yönetim Giderleri	28.862	24.562	21.644	25.204	28.229	31.052	33.225	35.551	38.039	40.702	43.551	46.600

3.1.1. İndirgeme Oranı Tespiti

Şirketin faaliyetlerinden üretmesi beklenen nakit akımları tespit edilerek Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli'ne (Capital Asset Pricing Model – CAPM) göre hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) ile indirgenmiştir. Özsermaye maliyeti hesaplanırken risksiz getiri oranı TL bazlı 10 yıllık Türkiye Cumhuriyeti devlet tahvillerinin getiri oranı baz alınarak gelecek yıllar için %16 varsayılmıştır.

Sermaye piyasası risk primi %6 olarak kabul edilmiştir.

Özsermaye maliyeti için beta 1,00 olarak kabul edilmiştir.

Özsermaye maliyeti aşağıdaki formüle göre %22 olarak hesaplanmıştır.

Şirketin TL bazlı borçlanma maliyeti %26,40 olarak kabul edilmiştir.

Özsermaye ve borçlanma maliyetleri hesaplandıktan sonra şirket için Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti formülüne göre %21,93 olarak hesaplanmıştır.

AOSM= (Özsermaye maliyeti X Özsermaye oranı) + ((1- Kurumlar Vergisi Oranı) X Borçlanma Maliyeti X Borç Oranı)

Özsermaye maliyeti = Risksiz Getiri Oranı + (Kaldıraçlı Beta X Sermaye Piyasası Risk Primi)

İskonto Oranı

Risksiz Getiri Oranı-10 Yıllık Tahvil Faiz Oranı	16,00%
Sermaye Piyasası Risk Primi	6,00%
Beta Katsayısı	1
Özsermaye Maliyeti	22,00%
Borçlanma Maliyeti	26,40%
Borç Oranı	8,16%
Sermaye Oranı	91,84%
AOSM	21,93%

Bu varsayım ve kabuller sonrasında ortaya çıkan indirgenmiş nakit akımları analizimiz aşağıdaki tabloda gösterilmiştir;

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI													
TL	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Uç Değer
Net Satış Gelirleri	3.786.979	4.580.584	5.007.135	5.888.000	6.594.560	7.254.016	7.781.797	8.305.123	8.886.482	9.508.535	10.174.133	10.886.322	
Büyüme		20,95%	9,31%	17,59%	12,00%	10,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	
Esas Faaliyet Karı	-73.022	603.086	732.384	1.147.424	1.295.737	1.434.163	1.540.751	1.654.800	1.644.552	1.775.127	1.914.841	2.064.336	
Amortisman	337.921	79.964	69.861	88.520	88.520	88.520	88.520	88.520	220.800	220.800	220.800	220.800	
FAVÖK	264.899	683.050	802.245	1.235.944	1.384.257	1.522.683	1.629.271	1.743.320	1.865.352	1.995.927	2.135.641	2.285.136	
FAVÖK marjı	7,00%	14,91%	16,02%	20,99%	20,99%	20,99%	20,99%	20,99%	20,99%	20,99%	20,99%	20,99%	
İşletme Sermayesi İhtiyacı Değişimi	-622.114	1.133.819	-612.388	64.966	60.635	46.689	49.957	13.589	57.196	61.200	65.484		
Yatırım Harcamaları		430.972	6.355	560.000	0	0	0	0	3.312.000	0	0	0	
Vergi	-14.604	120.617	146.477	252.433	285.062	286.833	308.150	330.960	328.910	355.025	382.968	412.867	
Dönem				1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Nakit Akımları		753.575	-484.406	1.035.898	1.034.228	1.175.215	1.274.431	1.362.402	-1.789.148	1.583.705	1.691.473	1.806.785	11.206.873
İndirgenmiş Nakit Akımı				849.597	695.678	648.343	576.633	505.573	-544.529	395.316	346.283	303.367	1.881.682
AOSM	21,93%												
Uç Değer Büyüme Oranı	5,00%												
Nakit Akımları	9.174.991												
Uç Değer	11.206.873												
İndirgenmiş Nakit Akımı	3.776.261												
İndirgenmiş Uç Değer	1.881.682												
Firma Değeri	5.657.943												
Net Borç	2.731.381												
KB Sağlık Satış Değeri	6.000.000												
PIYASA DEĞERİ	8.926.562												
İşletme Sermayesi Hesabı	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
Ticari Alacaklar	1.371.648	1.482.594	2.378.563	1.935.781	2.168.075	2.384.882	2.551.824	2.730.451	2.921.583	3.126.094	3.344.920	3.579.065	
Ticari Borçlar	756.256	1.489.315	1.251.465	1.421.071	1.588.398	1.744.570	1.864.823	1.993.493	2.171.035	2.318.350	2.475.976	2.644.637	
İşletme Sermayesi İhtiyacı	615.393	-6.721	1.127.098	514.710	579.676	640.312	687.001	736.958	750.548	807.744	868.944	934.428	
İşletme Sermayesi İhtiyacında Değişim	-622.114	1.133.819	-612.388	64.966	60.635	46.689	49.957	13.589	57.196	61.200	65.484		
Alacak Tahsilat Süresi	132	118	173	120	120	120	120	120	120	120	120	120	
Ticari Borç Ödeme Süresi	72	138	107	110	110	110	110	110	110	110	110	110	
İşletme Sermayesi Gün Sayıları	60	-19	66	10	10	10	10	10	10	10	10	10	

Net Borç

Kasa	33.449
Bankalar	20.273
Alınan Çekler	23.964
Ortaklardan Alacaklar	97.321
KB Sağlık Alacaklar	584.883
Diğer Çeşitli Alacaklar	144.779
Banka Kredileri	976.515
Borç Senetleri	161.223
Ortaklara Borçlar	1.332.743
Diğer Çeşitli Borçlar	297.109
Personele Borçlar	170.795
Ödenecek Ver. ve Diğ. Yük.	471.086
Taks. Kamu Borcu	226.578
Net Borç	2.731.381

31 Aralık 2018 mizanına göre şirketin kasa, banka, alınan çekler, ortaklardan alacaklar, KB sağlık Tarım'dan alacaklar ve diğer çeşitli alacakları net borç hesabında varlık olarak sınıflanırken banka kredileri, borç senetleri, ortaklara borçlar, diğer çeşitli borçlar, personele borçlar, ödenecek vergiler ve

taksitlendirilmiş kamu borçları yükümlülükler olarak sınıflanmış ve şirketin net borcu 31.12.2018 itibariyle 2.731.381 TL hesaplanmıştır.

İNA yöntemi sonucunda Gökmedrese Sağlık Hizmetleri A.Ş için operasyonel firma değeri 5.657.943 TL hesaplanırken 2.731.381 TL net borç düşülmüş ve KB Tarım şirketinin satış bedeli olarak 6 milyon TL eklenerek piyasa değeri 8.926.562 TL hesaplanmıştır.

3.2. Çarpan Analiz Yöntemi

Benzer Şirket Çarpanları Yöntemi için şirketin boyutu da göz önüne alınarak yurtdışı benzer şirket araması yapılmamıştır. Yurt içinde ise payları halka açık bir şekilde benzer sektörde faaliyet göstermesi, piyasa değeri olarak nispeten küçük olması ve Anadolu'da faaliyet göstermesi sebebiyle Lokman Hekim Hastanelerinin ve ortalama piyasa yaklaşımını temsil etmesi açısından Sınai Endeks'in 11 Şubat 2019 tarihli kapanış verileri ve en güncel mali tabloları kullanılarak hesaplanan çarpan değerleri baz alınmıştır.

3.2.1. Sınai Endeks Çarpan Değeri

Sınai Endeks'in, 11.02.2019 tarihi itibariyle ortaya çıkan F/K, Firma Değeri/FAVÖK, Piyasa Değeri/Defter Değeri, Firma Değeri/Ciro çarpanlarına göre hesaplanan Gökmedrese Piyasa Değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. F/K ve FD/FAVÖK çarpanından elde edilen değerlere %35, PD/DD ve FD/Ciro çarpanından elde edilen değerlere %15 ağırlık verilerek Gökmedrese için 6.891.769 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Çarpan Değeri	F/K	FD/FAVÖK	PD/DD	FD/Ciro
Sınai Endeks Çarpanları	9,63	5,65	1,65	0,89
Sınai Endeks Çarpanından Hesaplanan Değer	4.957.457	7.800.864	8.427.291	7.748.423
Ağırlık	35,00%	35,00%	15,00%	15,00%
Gökmedrese Sağlık Hizmetleri Piyasa Değeri	6.891.769			

3.2.2. Lokman Hekim Hastaneleri Çarpan Değeri

Lokman Hekim Hastaneleri, 11.02.2019 tarihi itibariyle ortaya çıkan F/K, Firma Değeri/FAVÖK, Piyasa Değeri/Defter Değeri, Firma Değeri/Ciro çarpanlarına göre hesaplanan Gökmedrese Piyasa Değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. F/K ve FD/FAVÖK çarpanından elde edilen değerlere %35, PD/DD ve FD/Ciro çarpanından elde edilen değerlere %15 ağırlık verilerek Gökmedrese için 8.118.924 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Çarpan Değeri	F/K	FD/FAVÖK	PD/DD	FD/Ciro
Lokman Hekim Hastaneleri Çarpanları	13,81	6,77	1,92	0,83
Lokman Hekim Hastaneleri Çarpanından Hesaplanan Değer	7.107.207	8.701.656	9.819.302	7.419.510
Ağırlık	35,00%	35,00%	15,00%	15,00%
Gökmedrese Sağlık Hizmetleri Piyasa Değeri	8.118.924			

3.2.3 Çarpan Değeri

Sınai Endeks çarpanlarından hesaplanan değere %60 ve Lokman Hekim Hastaneleri'nin çarpanlarından elde edilen değerlere %40 ağırlık verilerek Gökmedrese için 7.382.631 TL piyasa değerine ulaşılmıştır.

Çarpan Değeri	Ağırlık
Sınai Endeks	6.891.769
Lokman Hekim Hastaneleri	8.118.924
Gökmedrese Sağlık Hizmetleri A.Ş.	
Ağırlıklandırılmış Çarpan Değeri	7.382.631

3.3. Sonuç

Değerleme Özeti

	Tekil Değer	Ağırlık	Nihai Değere Katkı
Çarpan Değeri	7.382.631	50,0%	3.691.316
İndirgenmiş Nakit Akım Değeri	8.926.562	50,0%	4.463.281
Piyasa Değeri			8.154.596

Yaptığımız çalışmalar sonrasında şirket için belirlendiğimiz baz piyasa değeri 8.154.596 TL olarak ortaya çıkmıştır. Bu değer 4,46 Milyon TL'si İNA çalışmasından gelirken 3,69 Milyon TL'si Çarpan analizi yönteminden gelmektedir.

3.4. Duyarlılık Analizi

Değerleme çalışması sırasında analist birçok ön kabul ve varsayımdan faydalanır. Bu varsayımlarda meydana gelecek değişimler şirket değeri üzerinde olumlu ve olumsuz değişimlere sebebiyet verebilir. Bu değişimleri şeffaf bir şekilde ortaya koyabilmek adına bazı parametreler için duyarlılık analizleri yapılmış ve sonuçları aşağıdaki tablolarda ortaya konmuştur;

Yapılan duyarlılık analizine göre projeksiyon döneminde beklenen AOSM'de değişiklik olmaması ama 2019 ve sonrasındaki seans sayısının 24.500 olması ve 2020 yılındaki seans fiyatının 230 TL olması durumunda şirketin değeri 6,26 Milyon TL'ye gerilerken 2019 ve sonrasındaki seans sayısının 26.400 olması ve 2020 yılındaki seans fiyatının 275 TL olması durumunda şirketin değeri 9,47 Milyon TL'ye yükselmektedir.

Projeksiyon döneminde beklenen seans fiyatında değişiklik olmaması ama 2019 ve sonrasındaki seans sayısının 24.500 olması ve AOSM'nin %24 olması durumunda şirketin değeri 7,34 Milyon TL'ye gerilerken 2019 ve sonrasındaki seans sayısının 26.400 olması ve AOSM'nin %20 olması durumunda şirketin değeri 9,03 Milyon TL'ye yükselmektedir.

Projeksiyon döneminde beklenen seans sayısında değişiklik olmaması ama 2020 yılındaki seans fiyatının 230 TL olması ve AOSM'nin %24 olması durumunda şirketin değeri 6,61 Milyon TL'ye gerilerken 2020 yılındaki seans fiyatının 275 TL olması ve AOSM'nin %20 olması durumunda şirketin değeri 9,58 Milyon TL'ye yükselmektedir.

8.154.596		2019 ve Sonrasındaki Seans Sayısı				
		24.500	25.000	25.600	26.000	26.400
2020 Yılı Seans Fiyatı	230	6.260.032	6.487.089	6.759.557	6.941.203	7.122.849
	245	6.985.627	7.227.492	7.517.731	7.711.223	7.904.715
	257,6	7.595.128	7.849.432	8.154.596	8.358.040	8.561.483
	265	7.953.088	8.214.698	8.528.629	8.737.916	8.947.204
	275	8.436.819	8.708.300	9.034.078	9.251.263	9.468.448

8.154.596		2019 ve Sonrasındaki Seans Sayısı				
		24.500	25.000	25.600	26.000	26.400
AOSM	20%	7.907.905	8.202.597	8.556.226	8.791.979	9.027.731
	21%	7.735.322	8.007.804	8.334.782	8.552.767	8.770.752
	21,93%	7.595.128	7.849.432	8.154.596	8.358.040	8.561.483
	23%	7.453.026	7.688.770	7.971.662	8.160.257	8.348.852
	24%	7.336.379	7.556.778	7.821.257	7.997.576	8.173.895

8.154.596		2020 Yılı Seans Fiyatı				
		230	245	257,6	265	275
AOSM	20%	6.939.635	7.818.217	8.556.226	8.989.660	9.575.381
	21%	6.840.025	7.652.393	8.334.782	8.735.550	9.277.128
	21,93%	6.759.557	7.517.731	8.154.596	8.528.629	9.034.078
	23%	6.678.440	7.381.278	7.971.662	8.318.395	8.786.954
	24%	6.612.211	7.269.301	7.821.257	8.145.422	8.583.482

Önemli Uyarı

Burada yer alan bilgiler Bizim Menkul Değerler A.Ş. (BMD) tarafından okuyucuyu bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da belli bir getiri garantisi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir.

Burada yer alan bilgiler BMD'nin güvenilir olduğunu düşündüğü yayımlanmış bilgilerden ve veri kaynaklarından derlenmiştir. Kullanılan bilgilerin hatasızlığı ve/veya eksiksizliği konusunda BMD hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, burada yer alan tahmin, yorum ve tavsiyeler dokümanın yayınlandığı tarih itibarıyla geçerlidir. BMD Kurumsal Finansman Bölümü daha önce hazırladığı ya da daha sonra hazırlayacağı raporlarda bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerden farklı ya da bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerle çelişen başka raporlar yayımlayabilir. Çelişen fikir ve tavsiyeler bu raporu hazırlayan kişilerden farklı zaman dilimlerine işaret ediyor, farklı analiz yöntemlerini içeriyor ya da farklı varsayımlarda bulunuyor olabilir. Böyle durumlarda, BMD'nin bu raporlardaki tavsiye ve görüşlerle çelişen diğer BMD Kurumsal Finansman Bölümü raporlarını okuyucunun dikkatine sunma zorunluluğu yoktur.

Bu çalışma kesinlikle tekrar çıkarılmak, çoğaltılmak, kopyalanmak ve/veya okuyucudan başkasına dağıtılmak üzere hazırlanmamıştır ve BMD Kurumsal Finansman Bölümü'nün izni olmadan kopyalanamaz ve çoğaltılıp dağıtılamaz. Okuyucuların bu raporun içeriğini oluşturan yatırım tavsiyeleri, tahmin ve tahmini değerlemeleri de dahil olmak üzere tüm yorum ve çıkarımların, BMD Kurumsal Finansman Bölümü'nün izni olmadan başkalarıyla paylaşmamaları gerekmektedir. Bununla birlikte, bu çalışma herhangi bir hisse senedinin veya finansal yatırım enstrümanlarının alımı ya da satımı için BMD ve/veya BMD tarafından direkt veya dolaylı olarak kontrol edilen herhangi bir şirket tarafından gönderilmiş bir teklif ya da öneri oluşturmamaktadır. BMD ya da herhangi bir BMD çalışanı bu raporun içeriğindeki görüş ve tavsiyelere uyulması sebebiyle doğabilecek doğrudan ya da dolaylı herhangi bir zarar ya da kayıpla ilgili olarak sorumlu tutulamaz.

Bizim Menkul Değerler A.Ş.
Araştırma & Kurumsal Finansman
İnönü Cad. Kanarya Sok.
No:25 Kat: 4 – 5
Yenisahra / ATAŞEHİR
Tel: +90 (216) 547 13 00

BMD

BMD