

Lokman Hekim

Endeks Üzeri Getiri

Güçlü 2024 beklentileriyle tahminlerimizi yukarı çekiyoruz

Aytunç Uz

aytunc.uz@akyatirim.com.tr

Tahminlerimizdeki güncellemelerle Lokman Hekim'in 12 aylık hedef fiyatını 125 TL'ye yükseltiyoruz. Tavsiyemizi Endeks Üzeri Getiri olarak koruyoruz. Lokman Hekim'i beğenmemizin sebepleri: (1) Lokman Hekim İstanbul Hastanesi'nde açılacak yeni branşlar, (2) sağlık turizmindeki toparlanma, (3) potansiyel hastane yatırımları, (4) GES yatırımı, (5) hisse geri alımları, (6) temettü potansiyeli, (7) güçlü 2024 öngörülleri ve (8) portföydeki diğer hastaneler için afilyasyon alınması potansiyelidir.

Güçlü 2024 beklentileri. Lokman Hekim, 2024'te enflasyon düzeltmesi hariç %20 FAVÖK marjı ile 2,85 milyar TL net satış bekliyor (2023: 1,55 milyar TL net satışlar ve 19% FAVÖK marjı). Net satış beklentisi (enflasyon düzeltmesi hariç) %84 nominal büyümeye işaret ediyor. TMS-29 enflasyon muhasebesi düzeltmesiyle, yönetim %20 FAVÖK marjı ile yıllık %25 reel net satış büyümesi beklemektedir. 2023'teki düşük hasta bazı, Türkiye'deki olumlu uzun vadeli sağlık eğilimleri, yönetimin LH İstanbul'da açmayı planladığı yeni branşlar ve enflasyona paralel fiyat artışları göz önüne alındığında, daha önce 2024'te yıllık %12 reel net satış büyümesi öngörüydük. Lokman Hekim'in 2024 yılı iddialı net satış hedefi için yeterince güçlü gerekçe sağlamadığını düşünüyoruz. Ancak geçmiş performansı, şirketin son beş yılda satış hedeflerini başarıyla karşıladığını gösteriyor. Dolayısıyla bu performansı dikkate alarak 2024 modelimizde enflasyona göre düzeltilmiş satış büyümesi tahminimizi %25 olarak revize ettik.

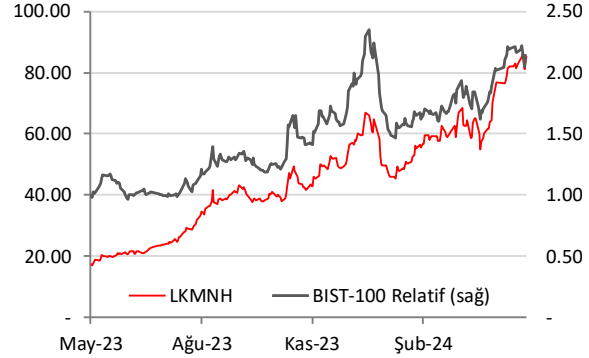
Üç potansiyel yatırım. 1) Yönetim, Akay Hastanesi'nin yatak kapasitesini 126'dan 150'ye çıkartacak bir yatırım üzerinde çalışmaktadır. İnşaat maliyetlerindeki artış ve yatırımın gerektirdiği inşaatın faaliyetleri durdurması gerektiği için yatırım süreci ertelenmiştir. 2) Yönetim, LH Üniversite Ankara Hastanesi'nin yatak kapasitesini 216'dan 230-235 seviyesine yükseltecek bir yatırım üzerinde çalışmaktadır. 3) Yönetim, güncel durumda 115 yatak kapasitesi ile faaliyet gösteren LH İstanbul Hastanesi'nin kapasitesini 200 yatak seviyesine çıkartmak için lisans satın almayı planlamaktadır. Söz konusu yatırımların etkisini modelimize henüz eklemedik.

Yöneticilerin hisse alımları ve geri alımlar. Lokman Hekim'in 2023 sonuçlarının açıklanmasının ardından Yönetim Kurulu Başkanı ve Genel Müdür 92 bin adet hisse satın aldı (toplamın ~%0,3'ü). Söz konusu alımlar küçük bir miktar olmasına rağmen olumlu bulduk. Son geri alım 28 Mart 2024 tarihinde yapılmıştır. Program kapsamında toplam 463 bin adet hisse geri alınmıştır, bu da toplam mevcut hisselerin %1,32'sini temsil etmektedir.

Risk faktörleri. (1) SGK ödeme sisteminde değişiklik, (2) sağlık turizmini etkileyebilecek jeopolitik gelişmeler, (3) satın alınan hastanelerin iyileştirilememesi ve (4) şehir hasta nelerinin yarata bileceği potansiyel rekabet.

Bloomberg Kodu	LKMNH TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	125.00 (önceki 84.00)
Güncel Fiyat, TL	85.45
Getiri Potansiyeli	46%
Halka Açıklık Oranı	66%
Piyasa Değeri, mn TL	3,076
Firma Değeri, mn TL	3,629

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar - TMS29 Düzeltilmiş				
Ciro, mn TL	1,896	3,401	4,636	5,536
FAVÖK, mn TL	359	679	974	1,163
Net Kâr, mn TL	322	534	542	597
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	490	724	583	240
Net Borç/FAVÖK	1.4	1.1	0.6	0.2
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	19.0%	20.0%	21.0%	21.0%
Net Marj	17.0%	15.7%	11.7%	10.8%
Temettü Verimi	1.4%	1.6%	2.4%	3.1%
Reel Büyüme - TMS29 Düzeltilmiş				
Ciro, y/y	14.3%	25.0%	9.1%	4.8%
FAVÖK, y/y	18.7%	31.8%	14.7%	4.8%
Net Kâr, y/y	1.7%	15.4%	-18.7%	-3.4%
Değerleme Verisi				
F/K	3.7	5.8	5.7	5.2
FD/FAVÖK	4.8	5.7	3.8	2.9
FD/Ciro	0.9	1.1	0.8	0.6
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	34.0%	55.1%	394.9%	32.1%
BİST-100 Relatif	16.7%	30.8%	116.0%	-4.0%
AOİH, mn TL	53	50	34	47



Piyasa verileri 3 Mayıs 2024 tarihli.

Lokman Hekim USD Finansallar

Gelir Tablosu (USD mn)	2023	2024T	2025T	2026T	Nakit Akım Tablosu (USD mn)	2023	2024T	2025T	2026T
Satış Gelirleri	64	85	100	107	Net Kar	11	9	10	11
Brüt Kar	9	17	21	23	Amortisman ve İtfa Payları	8	6	7	7
Operasyonel Giderler	5	6	7	8	İşletme Sermayesindeki Değişim	-5	-3	-2	-1
Faaliyet Karı	4	11	14	15	Sabit Sermaye Yatırımları	-9	-13	-8	-9
FAVÖK	12	17	21	22	Temettü Ödemeleri	-1	-2	-2	-2
Faaliyetlerden Diğer Gelir / (Gider)	2	2	3	3	Finansal Borç Değişimi	-3	2	0	0
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	0	0	0	0	Diğer Nakit Değişimi	-3	1	1	1
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	0	0	0	0	Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-1	0	6	8
Finansal Gelir / (Gider)	4	-5	-5	-4					
Vergi Öncesi Kar	10	9	12	14	Büyüme	2023	2024T	2025T	2026T
Vergi Geliri / (Gideri)	1	1	-1	-2	Satış Gelirleri	26.4%	32.0%	17.1%	7.0%
Azınlık Payları	0	1	1	2	Brüt Kar	-15.6%	94.3%	22.9%	7.0%
Net Kar	11	9	10	11	Operasyonel Giderler	54.4%	32.7%	17.0%	7.0%
Hisse Başı Net Kar	0.3	0.2	0.3	0.3	Faaliyet Karı	-44.7%	165.6%	26.3%	7.0%
Hisse Başı Temettü	0.0	0.0	0.1	0.1	FAVÖK	17.0%	39.1%	23.1%	7.0%
Temettü Dağıtım Oranı	16%	20%	20%	20%	Net Kar	54.4%	-21.7%	12.3%	11.0%

Bilanço (USD mn)	2023	2024T	2025T	2026T	Karlılık	2023	2024T	2025T	2026T
Dönen Varlıklar	20	27	37	47	Brüt Kar Marjı	13.9%	20.5%	21.5%	21.5%
Nakit ve Nakit Benzerleri	1	1	7	15	Operasyonel Gider Marjı	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
Ticari Alacaklar	10	14	17	18	Faaliyet Kar Marjı	6.5%	13.0%	14.0%	14.0%
Stoklar	3	5	5	6	FAVÖK Marjı	19.0%	20.0%	21.0%	21.0%
Diğer Dönen Varlıklar	5	7	8	8	Net Kar Marjı	17.0%	10.1%	9.7%	10.0%
Duran Varlıklar	58	66	69	71	Özkaynak Karlılığı (ROE)	38.3%	18.7%	18.1%	17.4%
Maddi Duran Varlıklar	51	57	58	59	Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	11.5%	18.6%	18.3%	17.4%
Diğer Duran Varlıklar	7	9	10	11					
Toplam Varlıklar	78	93	106	118	Rasyo Analizi	2023	2024T	2025T	2026T
Kısa Vadeli Yükümlülükler	22	27	30	31	F / K	3.7	5.8	5.7	5.2
Finansal Borçlar	12	13	13	13	FD / FAVÖK	4.8	5.7	3.8	2.9
Ticari Borçlar	5	8	9	10	FD / Satış	0.9	1.1	0.8	0.6
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	5	6	8	8	Temettü Verimi	1.4%	1.6%	2.4%	3.1%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	11	13	14	14					
Finansal Borçlar	6	7	7	7	Borçluluk	2023	2024T	2025T	2026T
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	4	6	7	7	Net Borç (Nakit)	17	19	13	5
Özkaynaklar	45	53	63	73	Net Borç / FAVÖK	1.4	1.1	0.6	0.2
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	42	49	57	66	Faaliyet Karı / Net Faiz Gideri (Geliri)	0.9	2.1	2.6	3.6
Toplam Kaynaklar	78	93	106	118					

Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

YATIRIM TEMASI**Güçlü 2024 beklentileri**

Lokman Hekim, 2024'te enflasyon düzeltmesi olmadan %20 FAVÖK marjı ile 2,85 milyar TL net satış beklemektedir (2023 net satışlar: 1,55 milyar TL, FAVÖK marjı 19%). Bu beklenti nominal olarak %84'lük güçlü bir büyüme anlamına gelmektedir. TMS-29 enflasyon muhasebesi düzeltmesiyle, yönetim %20 FAVÖK marjı ile yıllık %25 reel net satış büyümesi beklemektedir.

Geçtiğimiz yıl Şubat ayında yaşanan deprem, yabancı sağlık turizmi operasyonlarını olumsuz etkilemiştir. 2023'te Lokman Hekim'in toplam hasta sayısı, 4Ç22'deki doktor ücret artışı nedeniyle doktorların devlet hastanelerine transferleri, yabancı sağlık turizmindeki geçici yavaşlama ve artan sağlık maliyetleriyle yıllık %7 geri leyerek 864 bin oldu. Pandemi öncesi sektördeki orta vadeli eğilimleri anlamak için Türkiye'deki 2012-2019 hasta sayılarına baktık. 2012-2019 yılları arasında Türkiye'deki hasta sayısı %5 YBBO ile artmıştır. Benzer şekilde Lokman Hekim de aynı dönemde hasta sayısını %5 YBBO ile artırmayı başarmıştır. 2023'teki düşük baz etkisi, Türkiye'deki olumlu uzun vadeli sağlık trendleri, yönetimin LH İstanbul'da açacağı yeni branşlar ile KKO'yu artırma planları ve enflasyona paralel tedavi fiyat artışları göz önüne alındığında, daha önce 2024'te yıllık %12 reel net satış büyümesi öngörmüştük. Lokman Hekim'in 2024 yılı iddialı net satış hedefi için yeterince güçlü gerekçe sağlamadığını düşünüyoruz. Ancak geçmiş performansı, şirketin son beş yılda satış hedeflerini başarıyla karşıladığını gösteriyor. Dolayısıyla bu performansı dikkate alarak 2024 modelimizde enflasyona göre düzeltilmiş satış büyümesi tahminimizi %25 olarak revize ettik.

Lokman Hekim'in 2024 yılında enflasyona göre düzeltilmiş verilerle %25'lik bir satış artışını ancak ya 1) yeni bir hastane satın alarak ya da 2) mevcut hastanelerinin kapasitesini artırarak sağlayabileceğini düşünüyoruz. Yönetim şu ana kadar hastane alımına ilişkin somut bir yönlendirme yapmamıştır. Ancak yönetim bir süredir mevcut hasta nelerde kapasite artışı planlamaktadır.

Son olağan genel kurulda, şirket Genel Müdürü Ankara'da yeni bir hastane inşa etmek için bir plandan bahsetti. Bu hastane Lokman'ın mevcut Ankara hastanelerinin 1,5 kat büyüklüğünde olacak. Ayrıca yönetim, 2026 yılında İstanbul'da yeni bir hastane satın alma planından da bahsetti.

Lokman Hekim son beş yılda net satış beklentilerini aşmıştır. Yönetim agresif beklentilerini destekleyecek somut gerekçeler açıklamamış olsa da, geçmiş performansı göz önünde bulundurarak 2024 yılı için net satış tahminimizi yukarı yönlü revize ettik.

Bu arada, rakip MLP Sağlık, 2024 yılında enflasyona göre düzeltilmiş net satışlarda yıllık %5-10 büyüme ve FAVÖK marjında yatay veya hafif düşüş öngörüyor. Bu durum göz önüne alındığında, Lokman Hekim'de 2024 yılında daha iyi bir kar ivmesi görebiliriz.

LH İstanbul'da yeni branşların açılması

Lokman Hekim, 1 Nisan 2022 tarihinde Adatıp Sağlık Hizmetleri'nin %100'ünü 129,6 milyon TL karşılığında satın almış ve adını LH İstanbul Hastanesi olarak değiştirmiştir. Yönetim, bu satın alınan Lokman Hekim'in marka değerine, net satışlarına ve özellikle yabancı sağlık turizmi alanındaki karlılığına önemli katkılar yapmasını beklemektedir. LH

İstanbul Hastanesi'nin FAVÖK marjı 2023 yılında 1 puan azalarak %9,6'ya gerilemiştir. Operasyonların iyileştirilmesi için ortalama 18-36 aylık bir geçiş dönemi göz önüne alındığında, LH İstanbul Hastanesi'nin 2024-2025 yıllarından itibaren pozitif katkı sağlamaya başlayacağına inanıyoruz. Yönetim, 2024 yılında KKO'yu artırmak için yeni branşlar açmayı planlıyor.

Üç potansiyel yatırım

1) Yönetim, Akay Hastanesi'nin yatak kapasitesini 126'dan 150'ye çıkartacak bir yatırım üzerinde çalışmaktadır. İnşaat maliyetlerindeki artış ve yatırımın gerektirdiği inşaatın faaliyetleri durdurması gerektiği için yatırım süreci ertelenmiştir. 2) Yönetim, LH Üniversite Ankara Hastanesi'nin yatak kapasitesini 216'dan 230-235 seviyesine yükseltecek bir yatırım üzerinde çalışmaktadır. 3) Yönetim, güncel durumda 115 yatak kapasitesi ile faaliyet gösteren LH İstanbul Hastanesi'nin kapasitesini 200 yatak seviyesine çıkartmak için lisans satın almayı planlamaktadır. Söz konusu yatırımların etkisini modelimize henüz eklemedik.

GES yatırımı

Yönetimin 2 aşamalı bir GES yatırım planı bulunmaktadır. İlk aşama için hazırlıklar 2023 yılında başladı. Şirket, elektrik ihtiyacının %100'ünü karşılamak üzere 13 MW'lık bir GES inşa etmeyi planlamaktadır. Bu proje için yatırım harcaması gereksinimi 10-12 milyon ABD doları seviyesindedir. Bu tesisin 4Ç24'te faaliyete geçmesi beklenmektedir. Projenin ilk aşaması Ankara ve Van hastanelerinin elektrik tüketimini karşılayacaktır. Üretilen fazla elektrik satılarak gelir elde edilecektir. Lokman Hekim İstanbul hastanesini kapsayacak olan ikinci faz ise şu anda sadece bir plan seviyesindedir. Bu yatırım ile Lokman Hekim FAVÖK marjını iyileştirmeyi planlamaktadır. Bu yatırımı modelimize dahil etmedik.

Başka hastanelerde afiliasyon alınması potansiyeli

Yönetim, Etlik ve Akay Hastaneleri için afiliasyon almaya çalışmaktadır. Eğer söz konusu durum gerçekleşirse şirketin net satışları ve marjlarının olumlu etkileneceğini düşünüyoruz.

Yabancı sağlık turizminde güçlü büyüme planları

Yabancı sağlık turizminin konsolide net satışlar içindeki payı 2019'daki %6,3 seviyesinden 2022'de %11,8'e yükselmiştir. 2023 yılında, Şubat ayında meydana gelen deprem nedeniyle, yabancı sağlık turizmi faaliyetleri diğer alanların altında performans göstermiştir. Yabancı sağlık turizminin net satışlardaki payının, düşük baz etkisi ve güçlü turizm performansı ile 2024 yılında iyileşeceğine inanıyoruz. Yabancı sağlık turizmi tarifelerinde tavan fiyat uygulamasının olmaması sayesinde bu segmentin marjının yurtiçi segmente kıyasla %1-2 daha yüksek olduğunu biliyoruz. Buna ek olarak, yabancı sağlık turizmi ağırlıklı olarak nakit bazlıdır. Dolayısıyla yabancı sağlık turizminin payı artttıkça alacak günleri iyileşerek ileriye dönük olarak serbest nakit akışına ve özkaynak karlılığına olumlu katkıda bulunacaktır. Yönetim, yabancı sağlık turizminin payını konsolide satışların ~%25'ine çıkarmayı hedeflemektedir.

Uzun bir geçmişe sahip olan geri alım programları

Lokman Hekim 2015 yılından beri çeşitli geri alım programları açıklamıştır. Kasım 2022'de şirket, önceki geri alım programlarında edindiği 1,46 milyon adet hisseyi 20,1 TL/hisse fiyatından satmıştır. Bu hisselerin ortalama maliyeti 13,44 TL/hisse idi. Şirket 9,7 milyon TL kar elde etti. Lokman Hekim aynı zamanda geri alım programını da revize etti. Programa ayrılan toplam fon 30 milyon TL'den 100 milyon TL'ye yükseltildi. Şirket Eylül 2023'te, bir önceki geri alım programında satın aldığı 554 bin hissenin tamamını hisse başına 40 TL'den satarak 9,6 milyon TL kar elde etti. Lokman Hekim mevcut program kapsamında hisse geri alımlarına devam etmektedir. Son geri alım 28 Mart 2024 tarihinde gerçekleştirilmiştir. Geri alım programı kapsamında toplanan hisseler 463 bin seviyesinde olup toplam hisselerin %1,32'sini temsil etmektedir.

Yöneticilerin hisse alımları

Lokman Hekim 2023 yılsonu sonuçlarını 6 Mart 2024 tarihinde yayınladı. Takip eden haftalarda, Yönetim Kurulu Başkanı ve Genel Müdür toplam hisselerin yaklaşık %0,3'üne denk gelen 92 bin adet hisse satın aldı. Bu küçük bir miktar olsa da biz bunu olumlu bir sinyal olarak değerlendirdik.

Temettü potansiyeli

Lokman Hekim istikrarlı bir temettü şirkettir. Dağıtım oranı, 2012-2023 yılları arasında %14-84 arasında çok geniş bir aralıkta dalgalanarak ortalama %39 olarak gerçekleşmiştir. 2019-2023 döneminde Lokman Hekim'in dağıtım oranı ortalama %21 olarak gerçekleşmiş ve %14-34 arasında daha dar bir aralıkta dalgalanmıştır. 2024 yılından itibaren temettü dağıtım oranının %20'de sabit kalacağını varsayıyoruz. Şirket temettü ödemelerini iki eşit taksitte yapma eğilimindedir.

Nitekim, Şirket 07.05.2024 ve 22.07.2024 tarihlerinde iki eşit taksitte %1,6 temettü verimine tekbül eden hisse başına brüt toplam 1,39 TL temettü ödeyecektir.

RİSKLER**SGK geri ödeme sisteminde değişiklik**

Lokman Hekim 2023 yılında sağlık gelirlerinin %19'unu SGK sisteminden elde etmiştir. SGK geri ödeme sistemindeki herhangi bir olumsuz değişiklik özel hastaneler için risk oluşturmaktadır. Bir diğer risk ise SUT fiyat artışlarının enflasyonun altında kalmasıdır.

Yeni satın alınan hastanelerin iyileştirilememesi

Lokman Hekim'in büyüme stratejisinin önemli bir parçası da inorganik büyümedir. Lokman Hekim, daha önce verimsiz yönetilen hastaneleri cazip fiyatlarla satın almakta ve yeniden yapılandırmaktadır. Yeniden yapılandırma planlarının uygulanamaması, kârlılığın beklenenden daha düşük olmasına yol açabilir.

Jeopolitik gelişmeler

Lokman Hekim, 2023 yılında net satışlarının %10'unu yabancı sağlık turizminden elde etmiştir. Orta doğu bölgesindeki herhangi bir jeopolitik huzursuzluk yabancı hasta sayısını olumsuz etkileyebilir.

Şehir hastaneleri

En son açıklanan TÜİK verilerine göre, Türkiye'deki toplam yatak kapasitesi 2021 yılında 254 bin olmuştur. Hükümet, şehir hastaneleri aracılığıyla toplamın %15'ine denk gelen ~40 bin adet yatak kapasitesi eklemeyi planlamaktadır. Düşük doluluk oranları göz önüne alındığında, ek arz fiyat rekabeti yaratabilir ve mevcut hastanelere hasta trafiğini azaltabilir.

DEĞERLEME

Lokman Hekim'i ABD doları cinsinden İNA modeliyle değerlendiriyoruz. Şirket için 12 aylık hedef fiyatımız %46 yukarı potansiyele işaret eden 125 TL seviyesindedir.

İndirgenmiş Nakit Akımı - USD mn	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Net Satışlar	85	100	107	114	122	131	140	149	160	171
<i>büyüme</i>	32.0%	17.1%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
FAVÖK	17	21	22	24	26	27	29	31	34	36
<i>marj</i>	20.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
Vergi	-1	-1	-2	-3	-4	-5	-5	-5	-6	-6
<i>vergioranı</i>	-5.0%	-10.0%	-15.0%	-20.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
İşletme Sermayesi Değ.	-3	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Yatırım Harcamaları	-13	-8	-9	-9	-10	-10	-11	-12	-13	-14
Serbest Nakit Akışı	1	10	11	11	11	11	12	13	14	15
İndirgeme Oranı	0.90	1.23	1.38	1.54	1.73	1.94	2.17	2.44	2.73	3.07
SNA Bugünkü Değeri (2024-2033)	54									
Sonsuz Değer	54									
Firma Değeri	108									
Net Borç	15									
UV Finansal Varlık	0									
Gayrimenkul	1									
İştirakler	0									
Geri Alınan Hisseler	1									
Azınlık Payları Düzeltme	93.5%									
Değer	89									
Hedef Değer	101									
Hisse Sayısı	36.0									
Hedef Fiyat - USD	2.8									
USD/TRY 1Ç25T	44.6									
Hedef Fiyat - TRY	125.0									

Net Satışlar

Lokman Hekim, altı hastane, iki poliklinik ve 842 yatak kapasitesi ile tam kapsamlı sağlık hizmetleri sunmaktadır. Lokman Hekim, hastane işletmeciliğinin yanı sıra süt üretimi ve hayvancılık, sigorta aracılığı, sağlık alanında dijital hizmetler ve lojistik alanlarında da faaliyet göstermektedir. Tarihsel olarak net satışlarının %85-90'ını hastane işletmeciliği oluşturmaktadır. Lokman Hekim'in işlerini sağlık ve diğer faaliyetler olarak iki kategoriye ayırıyoruz.

Lokman Hekim, 2012-2019 yılları arasında toplam hasta sayısını %5 YBBO ile artırmıştır. Lokman Hekim 2019 yılında 664 yatak kapasitesi ile faaliyet göstermiştir. Şirket, 2020 yılında Ankara Hastanesi'ni Lokman Hekim Üniversitesi'ne kiralarak yatak kapasitesini 664'ten 448'e düşürmüştür. 3Ç21'de Etlik Hastanesi'nin yatak kapasitesi 37'den 100'e yükselmiştir. Şirket, 2Ç22'de 115 yatak kapasiteli LH İstanbul Hastanesi'ni satın almıştır. Pandemi sırasında Lokman Hekim'e gelen hasta sayısı ertelenen tedaviler nedeniyle önemli ölçüde azalmıştır. Pandemi sonrasında toplam hasta sayısı 2023 yılına kadar istikrarlı bir şekilde toparlanmıştır. 2023 yılında Lokman Hekim'in toplam hasta sayısı, 4Ç22'deki ücret artışının ardından sağlık personelinin devlet hastanelerine transferi, yabancı Sağlık turizmindeki geçici yavaşlama ve artan tedavi fiyatları nedeniyle yıllık %7 düşüşle 864 bine geriledi. Toplam hasta sayısının 2024 yılında yıllık %19 artışla 1,0 milyona ulaşmasını bekliyoruz.

2024 yılında, ortalama TÜFE tahminimize paralel olarak %58 fiyat artışı beklerken, TL'nin ABD doları karşısında değer kazanacağı varsayımımız nedeniyle ABD doları bazında yıllık %11 fiyat artışı öngörüyoruz.

2025 yılından itibaren hasta sayısındaki yıllık büyümeyi, geçmiş şirket performansına ve sektör trendlerine paralel olarak %5 olarak öngörüyoruz. Buna ek olarak, fiyat artışlarının ortalama TÜFE tahminimize paralel olacağını varsayıyoruz. TL'nin 2025 yılına kadar reel olarak değer kazanacağı varsayımımız nedeniyle, 2024-2025 yıllarında +%7 net satış büyümesi bekliyoruz. 2026 yılından itibaren, hasta sayısındaki %5'lik büyüme ve ABD doları fiyatlarındaki %2'lik artış sayesinde ABD doları net satışlarında yıllık %7 büyüme bekliyoruz.

FAVÖK

Lokman Hekim 2021 yılında %25'lik rekor bir FAVÖK marjı kaydetmişti. 2022 yılında, LH İstanbul satın alımı, yüksek elektrik, su ve gaz maliyetleri ve asgari ücret zammı ile FAVÖK marjı 4,7 puan geriledi. 2023 yılında, sağlık hizmetlerindeki güçlü fiyat artışlarına rağmen, Lokman Hekim'in marjı azalan hasta sayısı ve LH İstanbul'da devam eden marj baskısı ile 1,5 puan geriledi.

2024 yılında FAVÖK'te yıllık %39 ABD Doları büyüme bekliyoruz. Yönetimin öngörülerine paralel olarak marjda 1 puan iyileşme varsayıyoruz. Modelimizde, 2024 yılında %20 olan FAVÖK marjını 2025 yılından itibaren %21 seviyesinde normalleştiriyoruz. Marjdaki iyileşme 2024 yılında yeni bölüm açılışları, büyüyen yabancı sağlık turizmi ve yerli hasta performansından kaynaklanacaktır. LH İstanbul'un marjının 2025 yılında normalleşmesini bekliyoruz.

İşletme Sermayesi ve Yatırım Harcamaları

Lokman Hekim, ağırlıklı olarak şirket satın alımları nedeniyle dalgalı bir Yatırım Harcamaları/Satışlar oranına sahiptir. Satın alımlar hariç tutulduğunda, Lokman Hekim'in Yatırım Harcamaları/Satışlar oranının 2025 yılından itibaren %8 seviyesinde normalleşmesini bekliyoruz. Güçlü 2024 büyüme beklentimizi yansıtacak şekilde 2024 yılında %15 Yatırım Harcamaları/Satışlar oranı varsayıyoruz.

2013 yılı hariç tutulduğunda, Lokman Hekim 2012-2019 yılları arasında %12-15 aralığında dalgalanan ortalama %15'lik bir İşletme Sermayesi/Satışlar oranına sahip olmuştur. Yıllar içinde, SGK dışı alacakların ticari alacaklar içindeki payı artmış, bu da alacak gün sayısı azaltmıştır. Buna ek olarak, ağırlıklı olarak nakit bir işkolu olan yabancı sağlık turizmindeki büyüme yıllar itibarıyla alacak vadesini düşürmüştür. 2023 yılında İşletme Sermayesi/Satışlar oranı %13 olarak gerçekleşmiştir. 2024 yılından itibaren %13 İşletme Sermayesi/Satışlar oranı varsayılmıştır.

Sermaye Maliyeti

ABD doları cinsinden risksiz getiri oranını %8 varsayıyoruz. 0,95x beta ve %5,5 hisse risk primi varsayımlarıyla, ABD doları bazında %13,2 özsermaye maliyetine ulaşıyoruz. Sonsuzda risksiz faiz oranını 1 puan düşürüyoruz ve beta faktörünü 1x'e çıkarıyoruz. Şirket finansmanında özkaynakları %80-85 ağırlığını dikkate alarak, projeksiyon dönemi için ortalama %12 ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine ulaşıyoruz. Lokman Hekim yüksek nakit akışı yaratımı kapasitesine karşılık düşük bir temettü dağıtım politikası izlemektedir.

Azınlık Payları Düzeltmesi

Lokman Hekim'in iştirak yapısında Lokman Hekim Van Sağlık Hizmetleri ve Engürüsağ Genel Ticaret şirketlerinin tamamı Lokman Hekim'e ait değildir. Bu şirketler, Van'daki hastaneler aracılığıyla Lokman Hekim için azınlık hissesi oluşturmaktadır. Van'daki hastaneler olgunlaşmış hastaneler olduğundan, hedef fiyat hesaplamamızdan gerçeğe uygun değerlerinin çıkarılmasının önemli olduğuna inanıyoruz. Yönetim hastane bazlı detaylı finansalları paylaşmamaktadır. Şirketin konsolide azınlık özkaynak defter değeri, konsolide özkaynak defter değerinin %6,5'idir. Modelimizde azınlık hisseleri için %6,5'lik bir düzeltme yaptık.

BENZER ŞİRKET ÇARPANLARI

Lokman Hekim'in uluslararası emsallerini geliştirmekte olan pazarlardaki ve MENA bölgesindeki hastane operatörlerinden seçtik. Emsal şirketler 2024 tahminlerine göre 17,1 FD/FAVÖK ve 27,6 F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir. Ülke riskleri ve şirket büyüklüklerindeki farklılıkları göz önünde bulundurarak, Lokman Hekim'i değerlerken uluslararası çarpanları kullanmaktan kaçındık.

Çarpanlar - Benzer Şirketler		FD/FAVÖK		F/K	
Şirket	Sembol	1 FY	2 FY	1 FY	2 FY
Apollo Hospitals	APHS IN	27.5	22.0	54.8	41.0
Fortis Healthcare	FORH IN	22.2	18.8	40.2	31.8
Narayana Hrudayalaya	NARH IN	19.9	17.2	30.8	27.0
Siloam International	SILO IJ	9.8	8.5	22.2	19.0
Mitra Keluarga	MIKA IJ	22.2	20.0	35.1	31.2
IHH Healthcare	IHH MK	13.5	12.6	30.7	27.4
MD Medical Group	MDMGLI	5.4	5.0	6.6	6.0
Dallah Healthcare	DALLAH AB	24.8	22.7	37.1	31.1
Mouwasat Medical	MOUWASAT AB	22.1	19.4	29.6	22.5
Middle East Healthcare	MEH AB	16.5	14.6	28.3	22.3
Al Hammadi	ALHAMMAD AB	18.9	18.0	26.6	24.9
National Medical	CARE AB	19.3	17.6	27.0	24.0
Netcare	NTC SJ	5.5	5.1	8.2	7.1
MDC Holdings	MDC LN	9.9	9.5	15.2	14.0
Life Healthcare	LHC SJ	6.9	6.3	9.0	7.6
Bangkok Dusit	BDMSTB	17.7	16.3	28.6	26.1
Bumrungrad Hospital	BHTB	18.5	17.5	25.9	24.4
Raffles Medical	RFMD SP	11.8	11.0	24.8	22.4
KPJ Healthcare	KPJ MK	14.1	13.4	29.0	27.1
Medical Park	MPARK TI	6.4	5.1	8.6	6.7
Lokman Hekim*	LKMNH TI	5.7	3.8	5.8	5.7
Medyan		17.1	15.5	27.6	24.2
Prim/(İskonto)		-66.8%	-75.3%	-79.1%	-76.6%

Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma

*Lokman Hekim çarpanları bizim tahminlerimize göre hesaplanmıştır.

**Bloomberg çarpanları 1BF ve 2BF rakamları üzerinden hesaplanmıştır.

REVİZYONLAR

Revizyonlar - USD mn						
	Yeni			Eski		
	2024T	2025T	2026T	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	85	100	107	81	94	102
% değişim	32%	17%	7%	24%	16%	8%
FAVÖK	17	21	22	17	20	22
FAVÖK Marjı	20.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.3%	21.1%
Net Kar	9	10	11	8	9	9
% değişim	-22%	12%	11%	55%	7%	1%
Eski Tahminlerle Fark						
Net Satışlar	5.0%	6.1%	4.8%			
FAVÖK	0.0%	4.5%	4.1%			
Net Kar	2.5%	7.7%	19.0%			
Hedef Fiyat		125.0			84.0	
HF Değişim		48.8%				

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2023