

MLP Sağlık Finansal Sonuç Değerlendirmesi

- Beklentilerimizin %9 üzerinde net kar.** MLP Sağlık <MPARK TI> 2Ç25'te hem bizim hem de konsensüs beklentisi olan 958 milyon TL'nin %9 üzerinde, 1.045 milyon TL net kar açıkladı. Net kar, yıllık bazda %26, bir önceki çeyreğe göre %16 düşüş gösterdi. Tek sefere mahsus negatif şerefiye geliri hariç bakıldığında net karın %27 artış kaydettiğini gözlemliyoruz. Net karın beklentilerimizin üzerinde gerçekleşmesinde; i) güçlü operasyonel performans ve ii) beklentilerimizin altında gerçekleşen efektif vergi oranı etkili oldu. Ayrıca, şirket 501 milyon TL parasal kazanç elde etti.
- Hasta sayısı ve ortalama fiyatlardaki artış ciroyu desteklemeye devam ediyor.** MLP Sağlık, 2Ç25'te 11.409 milyon TL olan net satış geliri beklentimizin %4, piyasa tahmini olan 11.496 milyon TL'nin %3 üzerinde, 11.871 milyon TL net satış geliri açıkladı. Net satış gelirleri yıllık %14 artarken çeyreklik mevsimsel etkiler nedeniyle %5 düştü. Net satış gelirlerinde görülen reel anlamda güçlü büyümeyi; i) Türk Tabipler Birliği (TTB) katsayılarında yaşanan %20'lik artış ile ii) gelirlerin %89,3'ünü oluşturan yurt içi hasta gelirlerindeki %18,1'lik artış destekledi. Bu segmentteki güçlü artışta ise trafik (hacim) ve ortalama fiyat artışları etkili oldu.
- Satış kırılımını incelediğimizde; net satış gelirlerinin %89,3'ünü oluşturan yurt içi hasta gelirleri, hem hasta sayısındaki hem de ortalama fiyatlardaki artışın olumlu katkısıyla yıllık bazda %18,1 artışla 10.600 milyon TL oldu. Yatan hasta gelirleri, %8,8 protokol başına ortalama gelirin ve %4,2 hacim artışının desteğiyle yıllık %13,3 arttı. Ayakta tedavi gelirleri ise %8,1 trafik artışı ve %14,4 ziyaretçi başına ortalama gelirin katkısıyla %23,7 artış gösterdi. Yabancı sağlık turizmi (YST) gelirleri, azalan hasta sayısı nedeniyle yıllık %7,7 düşüşle 1.070 milyon TL'ye geriledi. Diğer yan iş kolları gelirleri ise ideler ve mutabakat farklarından dolayı %24,5 düşüş gösterdi.
- Yeni eklenen hastanelere ait giderlere rağmen FAVÖK marjında yatay seyir korunuyor.** Şirket, 2Ç25'te 2.763 milyon TL olan beklentilerimizin %5, piyasa tahminlerinin ise %3 üzerinde, 2.897 milyon TL FAVÖK açıkladı. FAVÖK yıllık %13 artarken, bir önceki çeyreğe göre %7 düşüş gösterdi. Portföye yeni eklenen hastanelerin hem doktor hem de personel maliyetlerini artırıcı etkisine rağmen disiplinli mali yönetim sayesinde FAVÖK marjı %24,4 düzeyinde korundu. Maliyetlerin kırılımını incelediğimizde, doktor giderleri, portföye yeni eklenen hastanelerdeki maaşlara yapılan iyileştirmeler nedeniyle 2,1 baz puan artışla %27,6 oldu ve en yüksek gider kalemi olmaya devam etti. Malzeme giderleri/net satışlar, etkin stok yönetimi sayesinde yıllık bazda 1,2 baz puan düşerken, personel gideri/net satış oranı, yapılan maaş artışlarından dolayı 1,8 baz puan yükseldi.

Tablo 1: Özet Görünüm ve Beklentiler

Özet Finansallar				Beklentiler		
	milyon TL	2Ç25	2Ç24	y/y	Piyasa	KVY Araştırma Piyasa Fark (%)
Net Satış Gelirleri	11,871	10,400	14%		11,496	11,409 3%
FAVÖK	2,897	2,562	13%		2,809	2,763 3%
Net Kar	1,045	1,419	-26%		958	958 9%

Kaynak: Rasyonet, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Piyasa Bilgileri

Bloomberg Kodu	MPARK TI
Tavsiye	AL
Önceki Hedef Fiyat (TL/hisse)	544.60
Hedef Fiyat (TL/hisse)	544.60
Kapanış (TL/hisse)	376.25
Yükseliş Potansiyeli (%)	45%
Piyasa Değeri (milyon TL)	71,868
Piyasa Değeri (milyon USD)	1,776
Firma Değeri (milyon TL)	80,667
Sermaye (milyon TL)	191
Halka Açıklık Oranı (%)	26.70

Tahminler, TLmn	2024	2025T	2026T
Net Satış Gelirleri	39,690	57,550	75,967
Büyüme (%)	77%	45%	32%
FAVÖK	10,203	14,848	19,751
Büyüme (%)	58%	46%	33%
Net Kar	5,210	5,810	8,731
Büyüme (%)	15%	12%	50%

Karlılık (%)

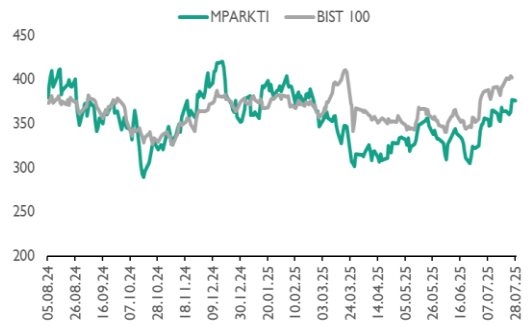
FAVÖK Marjı	25.7%	25.8%	26.0%
Net Kar Marjı	13.1%	10.1%	11.5%

Borçluluk

Net Borç	5,261	6,027	8,277
Net Borç /FAVÖK	0.52	0.41	0.42

Değerleme Çarpanları

F/K	13.8	12.4	8.2
FD/FAVÖK	7.9	5.4	4.1



Analist

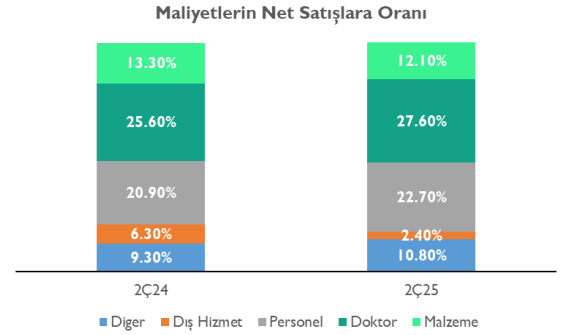
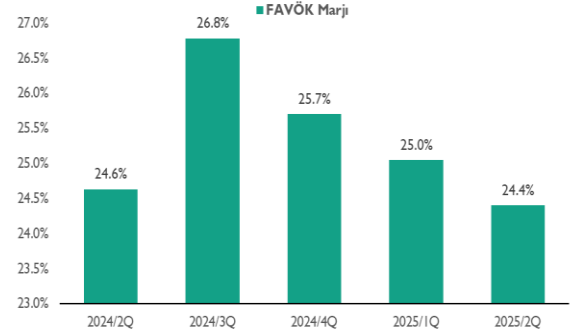
Muhammet Çakmak

muhammet.cakmak@kuveytturkiyatirim.com.tr



MLP Sağlık Finansal Sonuç Değerlendirmesi

- **Artan yatırım harcamaları nedeniyle net borç artışı dikkat çekiyor.** Şirketin TFRS 16 kapsamındaki kiralama yükümlülükleri dahil net borcu bir önceki çeyreğe göre %27 artışla 8.798 milyon TL'ye yükseldi. Böylece, son 12 aylık net borç/FAVÖK oranı 0,7x'e yükseldi. Şirketin yatırım harcaması (capex)/ciro oranı yılın ilk yarısında %15,4 olarak gerçekleşti.
- **MPARK için 12 aylık hedef fiyatımızı 544,6 TL ve "AL" yönündeki tavsiyemizi sürdürüyoruz.** MLP Sağlık, 2Ç25'te hem bizim hem de konsensüs beklentilerinin üzerinde reel anlamda güçlü finansal sonuçlar açıkladı. Öte yandan, şirketin FAVÖK marjı portföye yeni eklenen hastanelerin seyreltici etkisine rağmen güçlü seyretmeye devam ediyor. Ancak, ağırlıklı olarak yılın ilk yarısında gerçekleşen yatırım harcamaları nedeniyle net borçtaki artış dikkat çekiyor. Beklentilerin üzerinde gerçekleşen 2Ç25 finansal sonuçlarına piyasa tepkisinin "sınırlı olumlu" olabileceğini düşünüyoruz.
- Sektörün lider özel sağlık grubu olan MLP Sağlık'ı, i) yeni hastane açılışları, satın almalar ve üniversite iş birlikleri ile genişleyen hasta tabanı ve dengeli gelir portföyü, ii) yurt dışında büyüme potansiyeli, iii) güçlü nakit yaratımı ve iv) ekonomik aktivitenin daraldığı dönemde defansif iş modeliyle beğenmeye devam ediyoruz.
- MLP Sağlık, 10 Haziran 2025'te Türkiye genelindeki 576 özel hastane arasında ilk beşi arasında yer alan, yaklaşık 60 bin metrekare kapalı alana ve 403 yatak kapasitesine sahip olan Özel Gaziosmanpaşa Hastanesi'ni devralmak üzere protokol imzalamasını kıymetli buluyoruz. Devir işleminin tamamlanmasıyla yatak kapasitesi ve doktor kadrosunun büyüklüğü açısından bu işlem MLP Sağlık'ın kapasitesinin %6,4 artırmasını sağlıyor. Ayrıca, 2025 yılı içerisinde İstanbul Topkapı hastanesi, 2026'nın ilk çeyreğinde Bursa hastanesini devreye almayı planlıyor. Öte yandan, önümüzdeki yıllar içerisinde İstanbul, İzmir, Adana ve Trabzon'da hastane ağını genişletmeyi hedefliyor.
- MLP Sağlık için 12 aylık hedef fiyatımızı 544,6 TL ve "AL" yönündeki tavsiyemizi sürdürüyoruz.
- **Şirket 2025T'ye göre, 5,4x FD/FAVÖK ve 12,4x F/K çarpanıyla yurt dışı benzerlerine göre sırasıyla %31 ve %19 iskontolu işlem görmektedir.**



Değerleme

MLP Sağlık değerlemesinde TL bazlı indirgenmiş nakit akımları analizi (İNA) ve benzer piyasa çarpanları analizi yöntemlerini kullandık. İndirgenmiş nakit akımları analizine %50, benzer piyasa çarpanları analiz yöntemine %50 ağırlık vererek MLP Sağlık'ın hedef özsermaye değerine ulaşıyoruz.

İndirgenmiş nakit akımları analizi senaryomuz 88.206 milyon TL özsermaye değerine işaret ederken, 2025T ve 2026T FD/FAVÖK benzer piyasa çarpan analizi senaryomuz 119.848 milyon TL ortalama değere işaret etmektedir. 2025T FD/FAVÖK'e %50, 2026T FD/FAVÖK çarpanına %50 ağırlık verilmiştir. Küresel benzer şirket çarpan medyanına ortalama %4,5 iskonto uygulanmıştır.

Özetle; MLP Sağlık için 12 ay ileri ağırlıklandırılmış hedef piyasa değerimiz 104.027 milyon TL'dir. Bu, hisse başına 544,6 TL'ye denk gelmekte olup, yükseliş potansiyeli %45'tir.

Tablo:1 Değerleme Özeti

Değerleme Özeti (milyon TL)		
Method	Parametre	Değerleme Sonucu
İndirgenmiş Nakit Akımları	Özsermaye Değeri	88,206
Piyasa Çarpan Analizi	2025T ve 2026T FD/FAVÖK (7.6x, 7.2x)	119,848
Ağırlıklandırılmış hedef piyasa değeri (%50 İNA & %50 çarpan analizi)		104,027
Ödenmiş Sermaye		191
Hisse Başı Hedef Fiyat (TL)		544.6
Kapanış		376.3
Yükseliş Potansiyeli		45%

Tablo:2 Benzer Şirket Karşılaştırması

Şirket	Piyasa Değeri milyon USD	FD/FAVÖK		F/K	
		25T	26T	25T	26T
Ramsay	5,885	9.2	8.6	30.0	24.8
Life Healthcare	1,104	5.9	5.5	46.2	43.6
IHH Healthcare	13,191	12.9	11.6	31.1	26.2
Spire Healthcare	1,226	7.5	6.6	24.8	14.8
Regis Healthcare	1,582	17.8	15.4	46.7	37.5
Terveystalo	1,587	7.6	7.1	12.2	11.3
HCA Healthcare	80,429	8.3	7.8	11.9	10.6
Universal Health	9,017	6.2	5.8	8.0	7.2
Medyan		7.9	7.5	27.4	19.8
MLP Care	1,776	5.4	4.1	12.4	8.2
Prim/iskonto		-31%	-45%	-19%	-44%

Kaynak: EquityRT, Bloomberg

MPARK tahminleri projeksiyonlarımıza dayanmaktadır.



Özet Finansal Görünüm

Gelir Tablosu (milyon TL)	2Ç25	2Ç24	y/y (%)	1Ç25	ç/ç (%)	6A25	6A24	y/y (%)
Net Satışlar	11,871	10,400	14	12,460	-5	24,331	22,054	10
Satışların Maliyeti (-)	8,817	7,809	13	9,034	-2	17,851	16,425	9
Brüt Kar/Zarar	3,053	2,591	18	3,427	-11	6,480	5,630	15
Faaliyet Giderleri (-)	1,031	858	20	1,142	-10	2,173	1,808	20
Esas Faaliyet Karı	2,023	1,733	17	2,284	-11	4,307	3,822	13
Amortisman	874	829	5	837	4	1,711	1,718	-0
FAVÖK	2,897	2,562	13	3,121	-7	6,018	5,539	9
Diğ. Gelir/Gider (net)	62	-202	a.d.	108	-43	170	-185	a.d.
Yat. Fal. Gel. (net)	0	1,101	-100	-2	a.d.	-2	1,101	a.d.
Finansal Gelir/Gider (net)	-543	-278	a.d.	-329	a.d.	-872	-426	a.d.
Parasal Kazanç (Kayıp)	501	494	1	683	-27	1,183	1,219	-3
Vergi Öncesi Kar/Zarar	1,542	2,353	-34	2,062	-25	3,604	4,312	-16
Vergi	-408	-678	a.d.	-710	a.d.	-1,118	-1,536	a.d.
Kont. Gücü Olmayan Paylar	90	256	-65	112	-20	202	357	-43
Ana Ortaklık Net Kar	1,045	1,419	-26	1,240	-16	2,284	2,419	-6

Karlılık	2Ç25	2Ç24	y/y (%)	1Ç25	ç/ç (%)	6A25	6A24	y/y (%)
Brüt Kar Marjı	25.7%	24.9%	0.8bps	27.5%	-1.8bps	27%	26%	1.1bps
Esas Faaliyet Kar Marjı	17.0%	16.7%	0.4bps	18.3%	-1.3bps	18%	17%	0.4bps
FAVÖK Marjı	24.4%	24.6%	-0.2bps	25.0%	-0.6bps	24.7%	25.1%	-0.4bps
Vergi Oranı	-26.4%	-28.8%	a.d.	-34.4%	a.d.	-31%	-36%	a.d.
Net Kar Marjı	8.8%	13.6%	-4.8bps	10.0%	-1.2bps	9.4%	11%	-1.6bps
*Net Borç	8,798	3,997	120	6,940	27	8,798	3,997	120
Net Borç (USD)	221	122	82	184	20	221	122	82
Net Borç/FAVÖK	0.58	0.34	23.5bps	0.60	-2.3bps	0.58	0.34	23.5bps

Nakit Akım Tablosu	2Ç25	2Ç24	y/y (%)	1Ç25	ç/ç (%)	6A25	6A24	y/y (%)
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	1,356	952	42	2,328	-42	3,824	3,653	5
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-2,260	-435	a.d.	-1,410	a.d.	-3,754	-985	a.d.
Serbest Nakit Akımı	-903	517	a.d.	917	a.d.	69	2,669	-97
Gelirlere Oranı (%)	-7.6%	5.0%	a.d.	7%	a.d.	0.3%	12.1%	-11.8bps
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	6,043	-739	a.d.	-13	a.d.	6,030	-3,265	a.d.
Yabancı Para Çevrim Farkı Etkisi	-22	0	a.d.	-17	a.d.	-40	0	a.d.
Net Nakit Değişimi	5,409	399	1,257	613	783	6,059	-596	a.d.

* Pozitif rakam net borç, negatif rakam ise net nakit pozisyonunu ifade etmektedir.

** a.d. = Anlamlı Değil



Dr. Kutay Gözgör
Araştırma Direktörü

Muhammet Çakmak
Uzman

Havacılık, Sağlık, Perakende, Savunma

Ubeyde Safvan Erbaş
Kıdemli Uzman

Çimento, Demir – Çelik, Tekstil

Eren Bozdoğan
Uzman

Otomotiv, Giyim Perakende, Beyaz Eşya, Savunma

İletişim ve Haberleşme için:

arastirma@kuveytturkyatirim.com.tr

Yasal Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Kuveyt Türk Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlı da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.

