

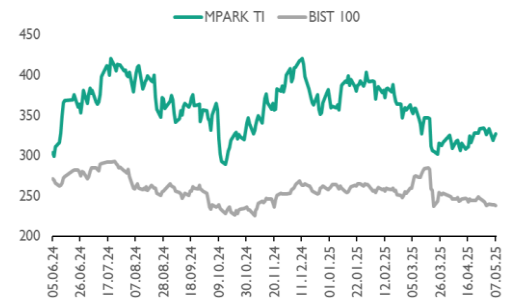
MLP Sağlık Finansal Sonuç Değerlendirmesi

- Beklentilerimizin %21 üzerinde net kar.** MLP Sağlık <MPARK TI> IÇ25'te hem bizim hem de konsensüs beklentisi olan 969 milyon TL'nin %21 üzerinde, 1.170 milyon TL net kar açıkladı. Net kar, yıllık bazda %24, bir önceki çeyreğe göre %28 artış gösterdi. Net karın beklentilerimizin üzerinde gerçekleşmesinde; i) güçlü operasyonel performans ve ii) esas faaliyetlerden diğer gelirlerin (faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı geliri) beklentilerimizin üzerinde gerçekleşmesi etkili oldu.
- Hasta sayısı ve ortalama fiyatlardaki artış ciroyu desteklemeye devam ediyor.** MLP Sağlık, IÇ25'te 11.433 milyon TL olan net satış geliri beklentimizin %3, piyasa tahmini olan 11.500 milyon TL'nin %2 üzerinde, 11.754 milyon TL net satış geliri açıkladı. Ramazan ayının hasta trafiğindeki sezonsal etkisine rağmen, net satış gelirleri yıllık %7 ve çeyreklik %13 artış gösterdi. Net satış gelirlerinde görülen reel anlamda güçlü büyümede; i) Türk Tabipler Birliği (TTB) katsayılarında yaşanan %20'lik artış ile ii) ayakta hasta segmentinde trafik artışı (hacim) ve ortalama fiyat artışları etkili oldu.
- Satış kırımını incelediğimizde; net satış gelirlerinin %90'nını oluşturan yurt içi hasta gelirleri, hem hasta sayısındaki hem de ortalama fiyatlardaki artışın olumlu katkısıyla yıllık bazda %12,6 artışla 10.595 milyon TL oldu. Yatarak hasta gelirleri, %15,1 protokol başına ortalama gelirin desteğiyle yıllık %17,2 arttı. Ayakta tedavi gelirleri ise %2,8 trafik artışı ve %14 ziyaretçi başına ortalama gelirin katkısıyla %17,2 artış gösterdi. Yabancı sağlık turizmi (YST) gelirleri, azalan hasta sayısı nedeniyle yıllık %24,6 düşüşle 911 milyon TL'ye geriledi. Diğer yan iş kolları gelirleri ise iadeler ve mutabakat farklarından dolayı %33,7 düşüş gösterdi.
- Personel zamları ve yeni eklenen hastanelere ait giderler FAVÖK marjı üzerinde seyreltici etki yaptı.** Şirket, IÇ25'te 2.850 milyon TL olan beklentilerimizin %3, piyasa tahminlerinin ise %4 üzerinde, 2.944 milyon TL FAVÖK açıkladı. FAVÖK yıllık %5 ve bir önceki çeyreğe göre %10 artış gösterdi. Ocak'ta yapılan zamlar ve portföye yeni eklenen hastanelerin hem doktor hem de personel maliyetlerini artırıcı etkisiyle FAVÖK marjı yıllık bazda 0,5 baz puan düşüşle %25'e geriledi. Maliyetlerin kırımını incelediğimizde, doktor giderleri, portföye yeni eklenen hastanelerdeki doktor maaşlarına yapılan iyileştirmeler nedeniyle 2,1 baz puan artışla %26,2 oldu ve en yüksek gider kalemi olmaya devam etti. Malzeme giderleri/net satışlar, etkin stok yönetimi sayesinde yıllık bazda 2,2 baz puan düşerken, personel gideri/net satış oranı, yapılan maaş artışlarından dolayı 2,5 baz puan artış gösterdi.

Piyasa Bilgileri

Bloomberg Kodu	MPARK TI
Tavsiye	AL
Önceki Hedef Fiyat (TL/hisse)	544.60
Hedef Fiyat (TL/hisse)	544.60
Kapanış (TL/hisse)	327.25
Yükseliş Potansiyeli (%)	66%
Piyasa Değeri (milyon TL)	62,509
Piyasa Değeri (milyon USD)	1,621
Firma Değeri (milyon TL)	69,449
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	12.0	10.8	7.2
FD/FAVÖK	6.8	4.7	3.5



Analist

Muhammet Çakmak

muhammet.cakmak@kuveytturkiyatirim.com.tr

Tablo 1: Özet Görünüm ve Beklentiler

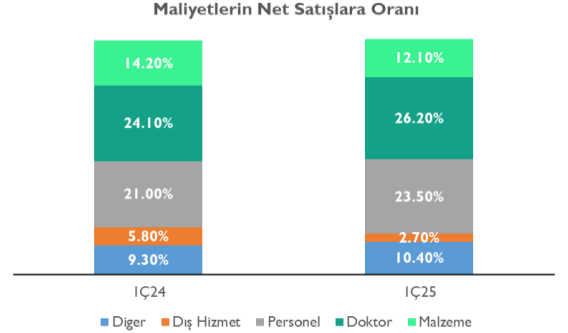
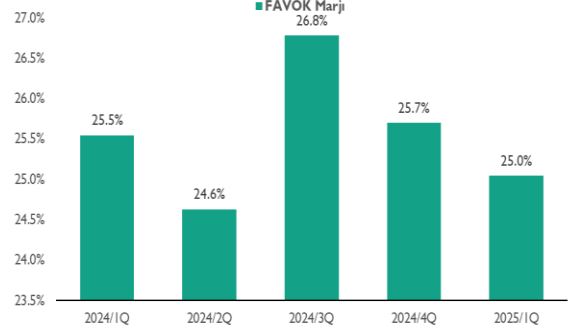
Özet Finansallar				Beklentiler		
milyon TL	IÇ25	IÇ24	y/y	Piyasa	KVY Araştırma	Piyasa Fark (%)
Net Satış Gelirleri	11,754	10,993	7%	11,500	11,433	2%
FAVÖK	2,944	2,809	5%	2,822	2,850	4%
Net Kar	1,170	943	24%	969	969	21%

Kaynak: Rasyonet, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma



MLP Sağlık Finansal Sonuç Değerlendirmesi

- **Net borç artışı dikkat çekiyor.** Şirketin TFRS 16 kapsamındaki kiralama yükümlülükleri dahil net borcu yıllık bazda %92 artışla 6.940 milyon TL'ye yükseldi. Böylece son 12 aylık net borç/FAVÖK oranı 0,6x oldu. Net borç, TFRS 16 kapsamındaki kiralama yükümlülükleri hariç bakıldığında ise 26 milyon TL düşüşle 759 milyon TL'ye düştü. Şirketin yatırım harcaması (capex)/ciro oranı IÇ25'te %12,2 olarak gerçekleşti.
- **MPARK için 12 aylık hedef fiyatımızı 544,6 TL ve "AL" yönündeki tavsiyemizi sürdürüyoruz.** MLP Sağlık, IÇ25'te hem bizim hem de konsensüs beklentilerinin üzerinde finansal sonuçlar açıkladı. Öte yandan, şirketin FAVÖK marjı artan personel giderlerine rağmen %25 ile güçlü seyretmeye devam ediyor. Beklentilerin üzerinde gerçekleşen IÇ25 finansal sonuçlarına piyasa tepkisinin "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, 2025 yılı içerisinde İstanbul Topkapı ve Bursa hastanelerini devreye almayı planlıyor. Ayrıca önümüzdeki iki yıl içerisinde İstanbul, İzmir, Adana ve Trabzon'da hastane ağını genişletmeyi hedefliyor. IÇ25 sonuçları ardından, makroekonomik tahminlerimizde yaptığımız revizyonlar neticesinde risksiz faiz oranı tahminimizi 100 baz puan artırdık. Öte yandan, net satış geliri ve FAVÖK projeksiyonlarımıza sınırlı yukarı yönlü revizyon ve benzer şirket çarpan değerlemesinde baz aldığımız şirketlerin çarpanlarındaki yükseliş sonucunda MLP Sağlık için 12 aylık hedef fiyatımızı 544,6 TL ve "AL" yönündeki tavsiyemizi sürdürüyoruz.
- **Şirket 2025T göre, 4,7x FD/FAVÖK ve 10,8x F/K çarpanıyla yurt dışı benzerlerine %48 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 yönetimine %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 119.826 milyon TL ortalama değere işaret etmektedir. 2025T FD/FAVÖK'e %50, 2026T FD/FAVÖK çarpanına %50 ağırlık verilmiştir. Küresel benzer şirket çarpan medyanına %20 iskonto uygulanmıştır.

Özetle; MLP Sağlık için 12 ay ileri ağırlıklandırılmış hedef piyasa değerimiz 104.016 milyon TL'dir. Bu, hisse başına 544,6 TL'ye denk gelmekte olup, yükseliş potansiyeli %66'dır.

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)	119,826
Ağırlıklandırılmış hedef piyasa değeri (%50 İNA & %50 çarpan analizi)		104,016
Ödenmiş Sermaye		191
Hisse Başı Hedef Fiyat (TL)		544.6
Kapanış		327.3
Yükseliş Potansiyeli		66%

Tablo:2 Benzer Şirket Karşılaştırması

Şirket	Piyasa Değeri milyon USD	FD/FAVÖK		F/K	
		25T	26T	24T	25T
				24.8	5.5
Ramsay	5,104	9.1	8.5	27.0	5.6
Life Healthcare	1,204	16.2	13.0	4.3	3.6
IHH Healthcare	13,846	12.9	11.7	32.1	5.3
Spire Healthcare	1,087	7.5	6.6	22.6	6.4
Regis Healthcare	1,401	16.0	13.9		
Terveystalo	1,795	7.9	7.4		
HCA Healthcare	85,813	9.0	8.6		
Universal Health	10,672	6.8	6.5		
Medyan		9.1	8.6		
MLP Care	1,621	4.7	3.5	12.0	10.8
Prim/iskonto		-48%	-59%	4%	69%

Kaynak: EquityRT, Bloomberg

MPARK tahminleri projeksiyonlarımıza dayanmaktadır.



Özet Finansal Görünüm

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç25	1Ç24	y/y (%)	4Ç24	ç/ç (%)	12A24	12A23	y/y (%)
Net Satışlar	11,754	10,993	7	10,392	13	39,690	32,412	22
Satışların Maliyeti (-)	8,522	8,127	5	7,472	14	28,831	23,128	25
Brüt Kar/Zarar	3,232	2,866	13	2,920	11	10,859	9,284	17
Faaliyet Giderleri (-)	1,078	896	20	926	16	3,367	3,160	7
Esas Faaliyet Karı	2,155	1,971	9	1,994	8	7,492	6,124	22
Amortisman	789	838	-6	677	17	2,711	2,227	22
FAVÖK	2,944	2,809	5	2,671	10	10,203	8,350	22
Diğ. Gelir/Gider (net)	102	17	519	-184	a.d.	-362	188	a.d.
Yat. Fal. Gel. (net)	-2	0	a.d.	-1	a.d.	1,839	97	1,790
Finansal Gelir/Gider (net)	-310	818	a.d.	-340	a.d.	-1,225	2,719	a.d.
Parasal Kazanç (Kayıp)	644	1,641	-61	361	78	1,554	5,192	-70
Vergi Öncesi Kar/Zarar	1,945	2,805	-31	1,470	32	7,744	9,128	-15
Vergi	-669	-1,766	a.d.	-408	a.d.	-1,958	-2,273	a.d.
Kont. Gücü Olmayan Paylar	106	95	11	147	-28	576	315	83
Ana Ortaklık Net Kar	1,170	943	24	915	28	5,210	6,540	-20

Karlılık	1Ç25	1Ç24	y/y (%)	4Ç24	ç/ç (%)	12A24	12A23	y/y (%)
Brüt Kar Marjı	27.5%	26.1%	1.4bps	28.1%	-0.6bps	27%	29%	-1.3bps
Esas Faaliyet Kar Marjı	18.3%	17.9%	0.4bps	19.2%	-0.9bps	19%	19%	0.0bps
FAVÖK Marjı	25.0%	25.5%	-0.5bps	25.7%	-0.7bps	25.7%	25.8%	-0.1bps
Vergi Oranı	-34.4%	-63.0%	a.d.	-27.8%	a.d.	-25%	-25%	a.d.
Net Kar Marjı	10.0%	8.6%	1.4bps	8.8%	1.1bps	13.1%	20%	-7.1bps
*Net Borç	6,940	3,622	92	5,791	20	5,791	4,683	24
Net Borç (USD)	184	112	64	153	20	153	133	16
Net Borç/FAVÖK	0.57	0.56	0.7bps	0.36	20.4bps	0.36	0.39	-3.0bps

Nakit Akım Tablosu	1Ç25	1Ç24	y/y (%)	4Ç24	ç/ç (%)	12A24	12A23	y/y (%)
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	2,328	2,548	-9	1,249	86	7,643	6,772	13
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-1,410	-518	a.d.	-778	a.d.	-3,540	-2,630	a.d.
Serbest Nakit Akımı	917	2,030	-55	471	95	4,102	4,142	-1
Gelirlere Oranı (%)	7.8%	18.5%	-10.7bps	5%	3.3bps	10.3%	12.8%	-2.4bps
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-13	-2,383	a.d.	-1,172	a.d.	-4,187	-1,258	a.d.
Yabancı Para Çevrim Farkı Etkisi	-17	0	a.d.	0	a.d.	0	0	a.d.
Net Nakit Değişimi	613	-938	a.d.	371	65	-85	2,884	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

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, yayımlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.

