

Başlattığımız Tavsiyeler

KOD	HEDEF FİYAT	TAVSİYE
LKMNH	30,4	AL
TNZTP	44	AL

4.Çeyrek Kar Tahmini Özeti

Solo mln TL	Hasılat	4Ç24	3Ç25	Y%	Ç%
LKMNH	1.101	916	1.021	20,20%	7,84%
TNZTP	851	708	846	20,20%	0,59%
MPARK	14.002	13.034	13.064	7,43%	7,18%
EGEPO	1.006	1.053	1.053	-4,46%	-4,46%
Solo mln TL	FAVÖK	4Ç24	3Ç25	Y%	Ç%
LKMNH	270	218	241	23,85%	12,03%
TNZTP	359	249	359	44,18%	0,00%
MPARK	4.301	3.350	3.986	28,39%	7,90%
EGEPO	310	341	349	-9,09%	-11,17%
Solo mln TL	Net Kar	4Ç24	3Ç25	Y%	Ç%
LKMNH	41	119	30	-65,55%	36,67%
TNZTP	342	326	342	4,91%	0,00%
MPARK	1.502	1.148	1.619	30,84%	-7,23%
EGEPO	30	281	78	-89,32%	-61,54%

Sağlık Sektörünün Yönü

Sağlık Sektörü Değerlendirmesi - OLUMLU

Hikayeler henüz fiyatlanmadı!

Sağlık sektörünün enflasyon ile bağlantısı doğrudan yok. Her ne kadar hiperenflasyon dönemindeki hareketlilik TÜFE ile bağlam kurdurularak ön plana itilse de sağlık sektöründe esas odağın artık yeni stratejiye dönme çabası olduğunu belirtmekte fayda var. Görüşümüz odur ki; 2026'dan itibaren artık verimlilik ve sağlık ihracatı odak noktaları haline gelecektir.

Sağlık sektöründe özellikle hastane yönetimi tarafını daha da önemsiyoruz. Yüksek FAVÖK marjlarının artık sürdürülebilir hale gelmiş olması, sektöre olan iştahı artırmaktadır. Bu çerçevede, sağlık sektöründe hastane yönetim faaliyetlerini sürdüren Lokman Hekim Engürüsağ, Tapdi Oksijen (Tınaztepe), MLP Care ve Nasmed Egepol'ü araştırma kapsamımızdaki öne çıkan şirketler olarak değerlendiriyoruz.

SUT-TTB makasının 2029 itibarıyla SUT lehine şekilleneceğini değerlendiriyoruz. Sağlıkta Uygulama Tebliği (SUT), son dönemde fiyatlama odaklı düzenlemeler nedeniyle maliyetlerin altında kalsa da Değer Bazlı Ödeme odağına geçiş hedefi çerçevesinde 2029 yılı itibarıyla SUT artış hızının TTB artış miktarının önüne geçeceğini öngörüyoruz. Bu durumun, SUT portföyünü etkin şekilde yöneten şirketler arasında yer alan LKMNH ve TNZTP için potansiyel bir katalizör oluşturabileceğini düşünüyoruz.

Sağlık sigortası penetrasyonunun devamını bekliyoruz. 2024 yılında %10,3 olan penetrasyon oranının Tamamlayıcı Sağlık Sigortası desteğiyle birlikte %21'e ulaşacağını hesaplıyoruz. SUT fiyatlarının yetersiz kaldığı risklerde Tamamlayıcı Sağlık Sigortası tarafının kompanse edeceğini düşünüyoruz.

Yeni yönetmelikleri gözlemliyoruz. Ocak 2025'teki Özel Hastaneler Yönetmeliği ve Kasım 2025'teki Sağlık Hizmetleri Lisans Yönetmeliği değişikliklerinin etkileri var olmaya devam ediyor. Şirket bazlı analizlerimize raporda yer verdik. 5. sayfadan itibaren erişebilirsiniz.

4. çeyrekte sağlık sektörü görünümünü görece olumlu görüyoruz. Özetlemek gerekirse Lokman Hekim ve Tapdi Oksijen için olumlu, MLP Care için nötr, Nasmed Egepol için ise sınırlı olumsuz değerlendiriyoruz. İlgili şirketlere dair kâr tahminlerimize soldaki künyeden erişebilirsiniz.

LKMNH ve TNZTP nezdinde hedef fiyatlarımızı başlatıyoruz. Yatırım iştahı ve güçlü faaliyetleri çerçevesinde LKMNH nezdinde 30,4 ve TNZTP nezdinde 44 TL hedef fiyatla AL tavsiyelerini başlatıyoruz.

Detaylarına bir sonraki sayfadan itibaren erişebilirsiniz

SEKTÖR ANALİZİ

Türkiye sağlık sektörü, 2026 yılı itibariyle yüksek teknoloji odaklı kamu yatırımları ile dinamik özel sektör kuruluşlarının birleştiği stratejik bir dönüşüm evresindedir. Şehir hastanesi yatırımları ile fiziksel altyapısını dünya standartları üzerine taşıyan Türkiye, sadece yerel ihtiyaca cevap vermekle kalmayıp bölgenin en büyük sağlık üssü olma vizyonunu pekiştirmiştir. Dijitalleşme ve yapay zeka entegrasyonu, operasyonel verimliliği artırırken, Türkiye'nin küresel sağlık pazarındaki rekabetçi konumu "nitelikli ve erişilebilir hizmet" mottosuyla güçlendirmektedir.

Ekonomik perspektiften bakıldığında sektör, özellikle döviz girdisi sağlayan sağlık turizmi kanalıyla makroekonomik dengeler içinde kritik role bürünmüştür. Medikal estetikten onkolojiye, robotik cerrahiden dijital diş hekimliğine kadar geniş bir yelpazede sunulan hizmetler, Türkiye'yi her yıl milyonlarca uluslararası hastanın tercih ettiği bir merkez haline getirdi. Sektördeki bu genişleme, yerli tıbbi cihaz ve ilaç üretimindeki ivmeyle desteklenerek, dışa bağımlılığı azaltan ve yüksek katma değerli ihracatı teşvik eden bir ekosisteme dönüştürmektedir.

Gelecek vizyonu açısından ise sektör, demografik dönüşüm ve kişiselleştirilmiş tıp trendlerine uyum sağlamayı önceliklendirmektedir. Yaşlanan nüfus ile birlikte artan kronik hastalık yönetimi ihtiyacı, birinci basamak sağlık hizmetlerinin modernizasyonu ve evde bakım teknolojilerinin gelişimini zorunlu kılmaktadır. 2040'lı yıllara uzanan projeksiyonlarda Türkiye; SUT ve TTB gibi fiyatlama mekanizmalarını güncelleyerek finansal sürdürülebilirliği korumayı, Ar-Ge yatırımlarıyla ise biyoteknoloji ve genomik alanlarda öncü bir oyuncu olmayı hedeflemektedir.

Sağlık sektörünün finansal sürdürülebilirliği ve karlılık marjları üzerinde en doğrudan etkiye sahip olan iki mekanizma; kamunun ödeme listesi olan **Sağlıkta Uygulama Tebliği (SUT)** ve özel sektörün referans aldığı **Türk Tabipler Birliği Hekimlik Uygulamaları Veritabanı** fiyatlandırmalarıdır.

1- SUT: Kamuda Finansmanın Kiliti

SUT fiyatları, Sosyal Güvenlik Kurumu'nun sağlık hizmetleri için ödediği baz fiyatları belirlemektedir. Kamu gelirlerinin neredeyse tümü, özel hastanelerin ise SGK ile provizyon alan hasta grubundan elde ettiği gelirin temeli buraya dayanmaktadır.

SUT fiyatları, genellikle TÜFE'ye endeksli değil, bütçe disiplini gözetilerek güncellenir. 2024-2026 döneminden itibaren ise artan sağlık enflasyonu nedeniyle, yıllık güncellemeler yerini "ihtiyaca binaen parçalı" güncellemelere bırakmıştır. 2026 yılı itibariyle (2026-2030 arasındaki odakta) SUT nezdinde **Değer Bazlı Ödeme** modeline geçiş beklenmektedir. Bu modelde sadece işlem başına değil, tedavi başarısına göre fiyatlama odağı öngörülmüyor.

Risk olarak, SUT fiyatlarının genellikle TÜFE altında kalması, özel hastanelerin SGK fark ücretlerine (maksimum %200 sınırı) daha fazla bağımlı hale gelmesine neden olmaktadır.

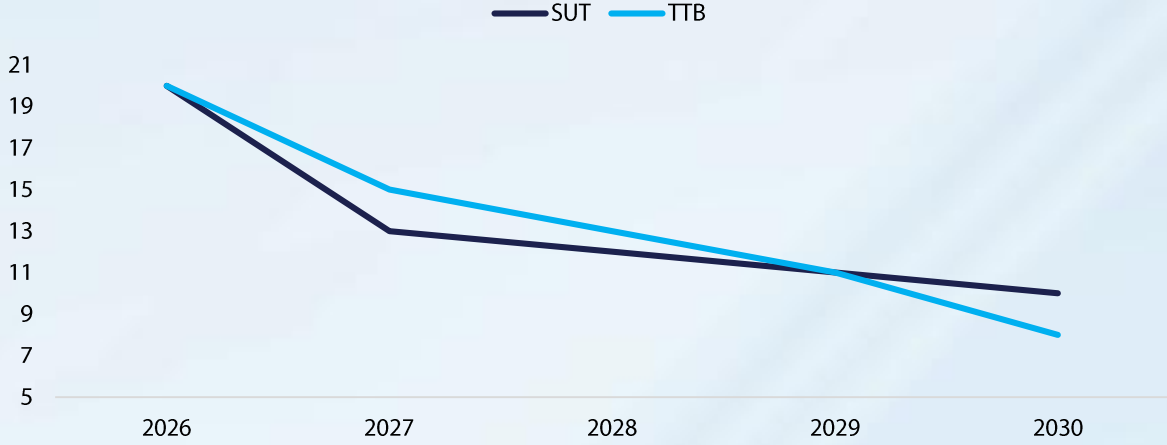
2- TTB: Özel Sektörün Pusulası

TTB tarafından altı ayda güncellenen bu liste, özel hastane ve serbest hekimlerin sunduğu hizmetlerin taban fiyatlarını belirlemektedir. TTB fiyatları, her yıl belirlenen katsayı çerçevesinde çarpılarak hesaplanır. Bu katsayı; hekim emeği, kira, enerji ve personel giderindeki artışı doğrudan yansıtır.

TTB fiyatlarındaki artış, özel sağlık sigortası primlerine doğrudan yansır. Bu durum, tamamlayıcı sağlık sigortası (TSS) pazarının büyümesini tetikleyen ana unsurdur.

Hastanelerin finansal yönetimlerinde bu iki fiyat listesi arasında makasların açılması, operasyonel verimlilik zorunluluğu doğurmaktadır.

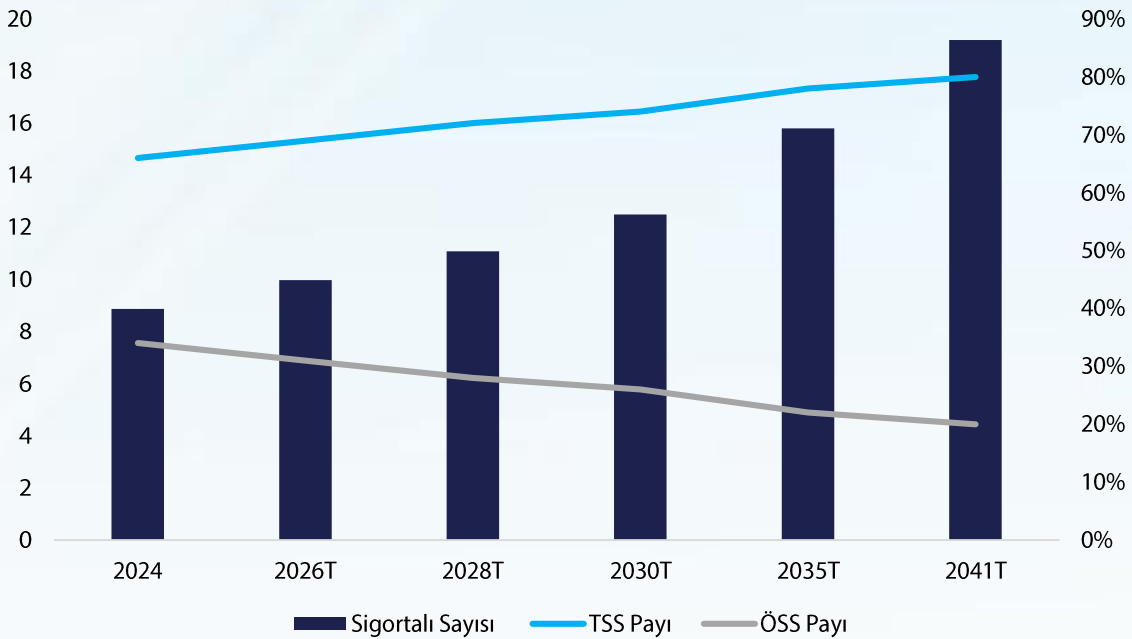
Grafik-1: SUT ve TTB Artış Beklentilerimiz (seviye, %, yıllık, toplam fiyat listesi zincirleme)



2026-2027 yıllarında verimlilik çabaları izlenmesi beklenirken, 2028-2029 döneminde maliyet optimizasyonu dönemi takip ediliyor olacak. 2030 ve sonrasında ise değer bazlı ödemeye geçişle birlikte düşük enflasyon ortamında SUT'un TTB üzerine çıkacağını tahmin ediyoruz.

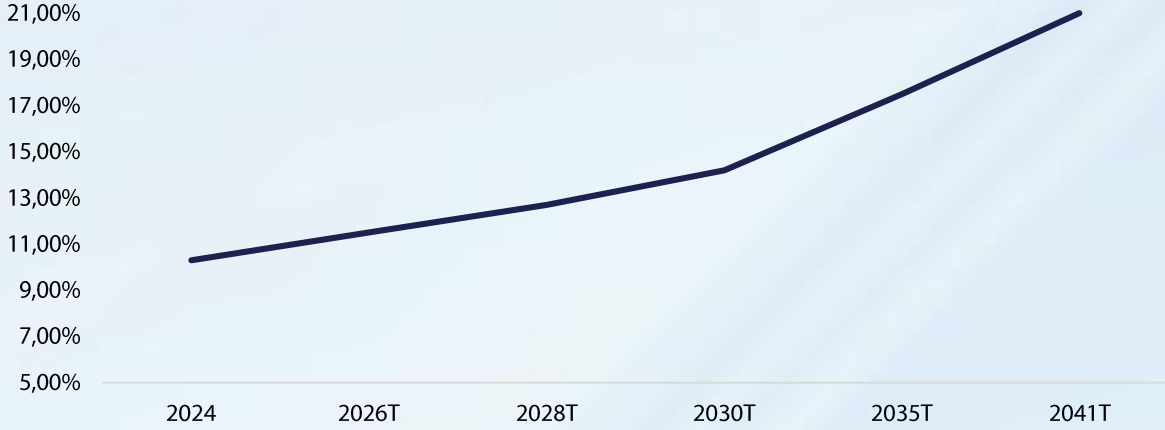
Türkiye'de sağlık için önemli bir kilit olan sağlık sigortasında da penetrasyonu yakından takip ediyoruz. Sigortacılık sektöründe büyüme hızları çerçevesinde 2030 yılına kadar prim üretim miktarının iki katına çıkarılması hedeflenmektedir. SUT fiyatlarının yetersiz kaldığı alanları sübvansen eden Tamamlayıcı Sağlık Sigortası(TSS) olacaktır.

Grafik-2: Sağlık Sigortası Beklentilerimiz (seviye, %, milyon kişi)



Tamamlayıcı Sağlık Sigortasına yönelik beklentiler çerçevesinde penetrasyon oranının da doğru orantılı şekilde artacağını değerlendiriyoruz. 2024 yılında %10,3 olan oranın 2041 yılında %21 seviyesine ulaşacağını hesaplıyoruz.

Grafik-3: Sağlık Sigortası Penetrasyon Oranı Beklentilerimiz (seviye, %)



Tamamlayıcı Sağlık Sigortası, SUT üzerinden ödenen tutarın üzerindeki "fark ücretini" karşılar. SUT düşük kaldıkça sigorta şirketlerinin üzerine binen yük (dolayısıyla primler) artış gösterir. Beklenen SUT güncellemeleri çerçevesinde TSS primlerinde %30-40 bandında yukarı yönlü baskı yapması ihtimal dahilindedir.

Özel Sağlık Sigortası ise genellikle TTB katsayılarını baz alır. TTB katsayılarındaki her 1 birim artış tazminat giderlerini doğrudan etkilemekte olup bu doğrultuda özel sağlık sigortası primlerinde %40'a varan artışlar takip edilmektedir.

Sağlık sektörünün mevzuat kapsamından ziyade 2026-2031 yılları arasında sağlık sektörünün vizyonu; kapasite artışından verimlilik odaklılığa geçiş ve sağlık ihracatında nitelikli dönüşüm başlıkları altında toplanabilir.

1- Stratejik Büyüme Odakları

Sağlık Turizminde Nitelikli Dönüşüm: Türkiye, fiyat rekabetinden nitelik rekabetine geçiş yapacak. 2026'da 5 milyar dolar olan gelir 2031 yılında 15 milyar dolara çıkması hedefleniyor. Sadece saç ekimi değil onkoloji, organ nakli ve robotik cerrahi gibi hasta başına ARPU (Hasta Başına Ortalama Gelir) üreten alanlar büyüme merkezi olacak.

Sağlık 4.0: e-Nabız veri havuzu anonimleştirilerek Ar-Ge süreçlerine dahil edilmesi ve yapay zeka destekli tanı sistemlerinin yaygınlaşması, operasyonel maliyetleri %15-20 oranında düşürebilir.

Yerleşme ve Biyoteknoloji Koridoru: Tıbbi cihaz ve ilaçta yerlilik oranlarının artırılması, döviz şoklarına karşı bir kalkan oluştururken, çevre ülkelere teknoloji ihracatının önünü açacaktır.

2- Kritik Riskler ve Operasyonel Riskler

SUT-TÜFE Makası: SGK tarafından ödenen SUT fiyatlarının, personel ve enerji maliyetlerinin altında kalıyor oluşu, FAVÖK marjlarını daraltan en büyük risklerden birisidir.

İnsan Kaynağı ve Beyin Göçü: Nitelikli hekim ve sağlık çalışanı kaybı, hastanelerin kapasite kullanım oranlarını düşürerek verimlilik kaybına ve yatırım geri dönüş süresinin uzamasına neden olabilir.

Demografik Yaşlanma: 2031 itibarıyla %12'yi aşacak yaşlı nüfus oranı, akut tedavilerden daha maliyetli olan uzun dönemli bakım ihtiyacını artırarak kamu maliyesi üzerinde baskı kurabilir.

ÖNEMLİ KONU: RUHSAT VE LİSANS TARTIŞMALARI

Kasım 2025'te yürürlüğe giren **Sağlık Hizmetleri Lisans Yönetmeliği**, sektöre yeni girişleri ve kapasite artışlarını ruhsat öncesi bir lisans aşamasına bağlamıştır. Bu durum sağlık yatırımlarının finansal modellemesini kökten değiştirmektedir.

Eski Sistemde uygun bina bulan ve standartları sağlayan ruhsat alabiliyordu. **Yeni Sistemde ise** Sağlık Bakanlığı artık ihtiyaç duyulan bölgeler ve branşlar için lisans ihaleleri düzenlemektedir. Şirketler önce bu lisansı **açık artırma** usulüyle satın almak zorundadır.

Bu durumun **yatırıma etkisi ise 3 başlık altında incelenebilir;**

- A) **Sermaye Maliyeti Artışı:** İlk yatırım maliyeti önemli ölçüde artarak. Arsa ve inşaat maliyetine ek ciddi bir "Lisans Bedeli" ekleyebilir.
- B) **Konsolidasyon:** Yüksek lisans bedelleri, küçük oyuncuların pazara girişini zorlaştırırken, büyük hastane gruplarının pazar payını artırmaya yol açabilir.
- C) **Değerleme:** Mevcut ruhsatlı hastanelerin kıtlık rantı nedeniyle şirket değerlemelerinde artış beklenebilir.

Operasyonel Etkiler (Özel Hastaneler Yönetmeliği): Ocak 2025'te yapılan kapsamlı değişikliklerin etkileri de devam etmektedir:

- **Yoğun Bakım Kotaları:** Yoğun bakım yataklarının toplam yatak sayısının %30'unu geçmemesi kuralı, özellikle yoğun bakım odaklı gelir modeli kuran hastanelerin ciro projeksiyonlarını sınırlamıştır.
- **Muayenehane Hekimleri:** Serbest çalışan hekimlerin özel hastanelerle sözleşme yapma zorunluluğu ve kota sınırları, serbest hekimlik modelini daraltan bir faktör olarak varlığını sürdürmektedir.

Bu değişiklikler, sağlık sektörünü **yüksek sermaye gerektiren, giriş bariyerleri yüksek ve regüle edilmiş bir piyasaya** dönüştürmektedir. Yatırımcı açısından Ruhsat Değeri artık binadan bağımsız, alınıp satılabilir (ancak devri kısıtlı) finansal bir varlık niteliği kazanmaya başlamıştır.

Kapsamımızda olan şirketleri kıyaslamak gerekirse:

Tablo-1: Yeni Yönetmelik Etkisi Beklentilerimiz

Kriter	MPARK	TNZTP	LKMNH	EGEPO
Piyasa Konumu	Pazar Lideri (Dominant)	Bölgesel Güç (İzmir)	Bölgesel Güç (Ankara/Van)	Bölgesel Niş (İzmir)
İş Modeli	Genelde kiralama/işletme modeli. Hızlı büyüme ve nakit akışı odaklı.	Gayrimenkul sahipliği + Üniversite iş birliği (Tınaztepe) ile hibrit model.	Hastane binalarının sahibidir. Gayrimenkul portföyü güçlüdür.	Mülk sahipliği yüksek, maliyet kontrolü ve verimlilik odaklı.
Yeni Yönetmelik Etkisi	Doğrudan Etki Yapmaz: Sermaye gücüyle ihaleleri domine eder. Küçükleri yutarak büyür (Konsolidasyon).	Pozitif (Zamanlama): Balçova vb. yatırımları yasa öncesi yaptığı için elindeki lisansların değeri fırladı.	Pozitif (Varlık Gücü): Büyümesi zorlaşır ancak elindeki ruhsatlar bilançoda "gizli rezerv" olarak değerlendirilir.	Nötr (Defansif): Agresif büyüme hedefi olmadığından ihale maliyetlerinden etkilenmez. Mevcut kalesini korur.
Büyüme Stratejisi	İnorganik (M&A): Satın alma ve birleşmelerle ciro büyütmeye.	Yatırım Odaklı: Devam eden büyük ölçekli projeler (Balçova, Yaşlı Bakım vb.)	Organik/Temkinli: Mevcut kapasiteyi iyileştirme ve ılımlı genişleme.	Kapasite Artışı: Mevcut binalara ek blok/yatak kapasitesi ekleyerek büyüme.
Sağlık Turizmi	Çok Yüksek: Gelirlerinin önemli bir kısmı döviz bazlı. Kur riskine karşı doğal hedge.	Şimdilik Orta/Yüksek: İzmir lokasyonu ve estetik/yaşlı bakım odaklı projelerle potansiyeli yüksek. 2028 sonrasında önemli ayrışacak	Şimdilik Orta: Özellikle saç ekimi ve belirli cerrahilerde aktif ama MPARK kadar dominant değil.	Düşük/Orta: Daha çok yerel halka hizmet (SGK/Özel Sigorta) odaklı, turizm payı görece düşük. Önümüzdeki yıllarda oranın artışı beklenebilir.
Finansal Karakter	Borçlanarak büyür, döviz bazlı gelir avantajı	2026 itibarıyla kademeli 2027'den itibaren yoğun yatırım dönemi olacak. Yansımaları hızlı görülecek.	Düzenli nakit akışı ve temettü ödeme alışkanlığı vardır.	Stabil ciro üretimi, enflasyon muhasebesi nedeniyle dalgalanan net karlılık
Yatırımcı Profili	Pazar payı artışı ve fiyat performansı arayanlar için.	Proje bazlı değer artışı arayanlar için.	İskontolu varlık ve defansif liman arayanlar için.	Sağlam bilanço ve düşük risk arayanlar için.

Son Fiyat	17,72
Piyasa Değeri (mln TL)	3.828
Piyasa Değeri (mln \$)	88
HEDEF FİYAT	30,4
TAVSİYE	AL
POTANSİYEL	71,56%
F/K	21,56
FD/FAVÖK	8,38
PD/DD	1,68
Hisse Sayısı (mln lot)	216
FDPO (%)	71,53
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (mln TL)	30



ORTAKLIK YAPISI	%
Lokman Hekim Engürüsağ	5,7
Diğer	94,3

LKMNH	GÜNLÜK	AYLIK	12AYLIK
Getiri (TL)	-0,84	-5,64	-14,05
Getiri (\$)	-0,87	-6,71	-29,19
Getiri (XU100-Rölatif)	-0,89	-28,98	-51,30

Lokman Hekim Engürüsağ – OLUMLU AL – 30,4 TL

Güçlü faaliyetlere rağmen hak edilmeyen fiyatlama!

İletişimi net bir şirket olarak karşımıza çıkıyor. Öngörülerini ile piyasa tecrübesi çerçevesinde piyasaya yön veren şirket haline geldi. SUT'a dair fikirleri bir nebze olsun piyasada karşılık bulmasıyla birlikte realize olmaya her geçen yıl devam ediyor. Şirketten sürececek her açıklama ve değerlendirmeyi önemsiyoruz.

Düzenli geri alıma kesintisiz devam ediyor. Yönetim, şirketin adil değere erişmediğini gözeterek ve likiditeye de dolaylı yoldan katkı vererek geri alımları gerçekleştirmeye istikrarlı şekilde devam ediyor. Son veri itibarıyla 10.631.269 lot alan şirketin aldıkları lot miktarının sermayeye oranı %4,92, fiili dolaşıma oranı ise %6,88 oldu. Geri alım yapan şirketlerin geri alımı iyi yönetmesi durumunda fiyata yansımaları er ya da geç olduğunu hatırlatırız.

Dijitalleşme yatırımlarına dikkat çekmekte fayda var. %100 mülkiyetine sahip olduğu Lokman Hekim Lojistik A.Ş. ile tedarik zinciri süreçlerini optimize ederken, Her Yerde Sağlık ve Elektronik Ticaret A.Ş. (HYSET) üzerinden dijital sağlık ve e-ticaret alanındaki varlığını sürdürmektedir.

Hasta sayılarında düzenli %10 büyümeye bekliyoruz. Şirketin, verimli hastane kapasiteleri ve geliştirme odağıyla birlikte bileşik hasta sayısını %10 artıracaklarını değerlendiriyoruz. 2026 yılında 1,65 milyon olmasını beklediğimiz hasta sayısının 2031 yılında 2,66 milyon seviyesine ulaşacağını tahmin ediyoruz.

FAVÖK marjının %20 bandında istikrarlı devam edeceğini değerlendiriyoruz. Operasyonel karlılık nezdinde istikrarlı yönetim becerisi çerçevesinde FAVÖK marjının her sene %20 bandında devam edeceğini değerlendiriyoruz. Ciro büyümelerinin ise TÜFE+15-20 bandında süreceğini vurgulamak isteriz.

Yurt dışı yatırımlarını hatırlatıyoruz. Irak'ta faaliyet gösteren Engürüsağ Genel Ticaret (Erbil) ve Kırgızistan'da bulunan Lokman Hekim Medical Center (Bişkek), %100 iştirak oranlarıyla grubun uluslararası sağlık ağını oluşturmaktadır. Bu birimler hem yerel halka hizmet sunmakta hem de grubun Türkiye'deki hastanelerine yönelik sağlık turizmi akışını destekleyen birer köprü görevi görmektedir. Sağlık turizmine ilgisi henüz zayıf görünse de önümüzdeki dönemde beklenenden daha büyük alan oluşturacağını değerlendiriyoruz.

Güncel fiyatlamaları haksız buluyoruz. Şirketin, sürdürülebilir karlılık odağı ve yeni alanlara yönelik iştahı çerçevesinde fiyatlama davranışlarını haksız buluyoruz. Bu veriler ışığında 30,4 TL hedef fiyat ile AL tavsiyesini başlatıyoruz.

Detaylarına bir sonraki sayfadan itibaren erişebilirsiniz

YATIRIM TEMASI

Lokman Hekim Sağlık Grubu'nun temelleri 1996 yılında atılmış ve kurum, sağlık sektöründeki yolculuğuna bu tarihte başlamıştır. Grubun ilk büyük sağlık yatırım tesisi 2002 yılında hizmete giren Etlik Hastanesi olmuş, ardından 2008 yılında Ankara Hastanesi'nin açılışıyla hizmet kapasitesi genişletilmiştir.

Kurumsallaşma sürecindeki en kritik dönemeçlerden birisi olan halka arz süreci 2011 yılında gerçekleşmiş olup Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamıştır. Halka arz sonrası 2012 yılında Van Hastanesi, 2013 yılında Irak Erbil Tanı ve Görüntüleme Merkezi ile Van Hayat Hastanesi'ni bünyesine katmıştır. 2016 yılına gelindiğinde Akay Hastanesi ve Demet Tıp Merkezi'nin operasyonlara dahil edilmesiyle Ankara'daki ağırlığını pekiştirmiştir.

2017 yılı ise akademik bir kimlik kazanılması adına Lokman Hekim Üniversitesi'nin kuruluşu önemli bir kilometre taşı olmuştur. 2019 ve 2020 yıllarında Mia Tıp Merkezi'nin açılışı, Yeni Etlik Hastanesi'nin devreye alınması ve Ankara Hastanesi ile üniversite ile arasında yapılan iş birliği protokolü ile grubun akademik ve operasyonel yapısı entegre edilmiştir.

2021 yılında LHÜ Söğütözü Diş Hastanesi ile branşlaşma yoluna giden kurum, 2022'de İstanbul Hastanesi'ni açarak Türkiye'nin en büyük sağlık pazarına giriş yapmıştır. 2023 yılında Lokman Hekim Lojistik'in kurulmasıyla sağlık ekosistemini destekleyici farklı iş kollarına da adım atmıştır.

Bugün itibarıyla devasa bir operasyonel güce ulaşan grup; 5 ana hastane, 2 üniversite hastanesi ve 3 tıp merkezi ile faaliyet göstermektedir. 927 yatak kapasitesine sahip olan bu tesislerde, 272 doktor ve 2100 personel ile hizmet sunulmaktadır. Yılda 1 milyon+ hastaya dokunan grup, 65 bin yatan hasta ve 935 bin ayaktan hasta trafiğini yönetirken, yıllık 30 bin ameliyat ve 8 bin doğum gerçekleştirmektedir.

Grubun başarısı sadece sayısal verilerle değil, kalite standartıyla da tescillenmiştir; JCI akreditasyonuna sahip olan kurumda hasta memnuniyet oranı %98,5 gibi oldukça yüksek bir seviyededir. Modern altyapısı İstanbul Hastanesi'ndeki 25 bin m2 alan ve Ankara Hastanesi'ndeki heliport gibi donanımlarla destekleyen şirket, bugün hem yurt içinde hem de Erbil ve Bışkek gibi yurt dışı noktalarında iştirakleri vasıtasıyla büyümeye devam etmektedir.

Şirketin yatırım geçmişi, kurulduğundan bu yana hep büyüme odağına kurulmuştur. 2002'de Etlik Hastanesi ile başlayan tesisleşme sürecini, 2022 yılında açılan 25 bin m2 alan üzerine kurulu dev İstanbul Hastanesi ile taçlandırmıştır. Bu genişleme hamleleri, şirketin sadece Ankara odaklı kalmayıp Van ve İstanbul gibi stratejik noktalarda da büyük ölçekli sağlık yatırımları yaptığını göstermektedir.

Akademik alana yapılan yatırımlar grubun büyüme stratejisinin en önemli ayaklarından birisini oluşturmaktadır. 2017 yılında kurulan Lokman Hekim Üniversitesi ve sonrasında gerçekleştirilen üniversite hastanesi iş birlikleri, şirketin tıbbi bilgi birikimini ve hizmet kalitesini artırmaya yönelik vizyoner bir yatırımdır. Bu sayede grup, sadece bir hizmet sağlayıcı değil, aynı zamanda sağlık profesyonelleri yetiştiren bir eğitim merkezi kimliğine de yatırım yapmıştır.

Niş sağlık alanlarına ve teknolojik altyapıya yönelik yatırımlar da grubun öncelikleri arasında yer almaktadır. 2021 yılında açılan LHÜ Söğütözü Diş Hastanesi, ağız ve diş sağlığı gibi özelleşmiş alanlara odaklandığını kanıtlamaktadır. Ayrıca tesislerin donanımına yapılan yatırımlar kapsamında helikopter pisti gibi kritik altyapıların sunulması, acil sağlık hizmetleri ve hasta transferi gibi alanlardaki kapasiteyi maksimize etmeyi hedeflemektedir.

Şirket, sağlık hizmetlerinin ötesinde lojistik ve dijitalleşme gibi destekleyici sektörlerle de yatırım yaparak ekosistemini güçlendirmektedir. 2023 yılında kurulan Lokman Hekim Lojistik, operasyonel süreçlerin verimliliğini artırmaya yönelik stratejik bir hamledir. Bunun yanı sıra, "Her Yerde Sağlık" (HYSET) gibi elektronik ticaret iştirakleri üzerinden dijital sağlık platformlarına yapılan yatırımlar, grubun teknolojik dönüşüme ayak uydurduğunu göstermektedir.

Uluslararası konumda olma yatırımları kapsamında ise grup, Türkiye sınırlarının ötesine geçerek bölgesel bir güç olma yolunda ilerlemektedir. Erbil'de bulunan tanı ve görüntüleme merkezi ile Bişkek'teki tıbbi merkez yatırımları, şirketin sağlık turizmi potansiyelini artırmaya ve yurt dışı pazarlarda marka bilinirliği yaratmaya yöneliktir. Bu yatırımlar meyvesini vermiş ve sağlık turizmi gelirleri, grubun toplam sağlık hizmeti gelirleri içinde %12,2'lik önemli bir paya ulaşmıştır.

Grup, ana faaliyet alanı olan sağlık hizmetlerini genişletmek amacıyla bölgesel ve tematik iştiraklere odaklanmıştır. Bu kapsamda, grubun en köklü iştiraklerinden biri olan Lokman Hekim Van, %51 iştirak oranıyla Van bölgesindeki operasyonları yönetmektedir. Bu iştirak, grubun Doğu Anadolu bölgesindeki güçlü varlığının temelini oluşturmakta ve bölgedeki sağlık hizmeti ihtiyacını karşılamaktadır.

İstanbul pazarına giriş stratejisinin bir parçası olarak kurulan Lokman Hekim İstanbul Sağlık Hizmetleri, %100 iştirak oranıyla tamamen grup bünyesinde faaliyet göstermektedir. Bu bağlı ortaklık, grubun en büyük fiziki alanına sahip olan İstanbul Hastanesi'nin işletilmesinden sorumlu olup, grubun ulusal ölçekteki büyüme vizyonunun merkezinde yer almaktadır.

Şirketin yurt dışı açılımı, doğrudan sahip olduğu yabancı iştirakler vasıtasıyla yürütülmektedir. Irak'ta faaliyet gösteren Engürüsağ Genel Ticaret (Erbil) ve Kırgızistan'da bulunan Lokman Hekim Medical Center (Bişkek), %100 iştirak oranlarıyla grubun uluslararası sağlık ağını oluşturmaktadır. Bu birimler hem yerel halka hizmet sunmakta hem de grubun Türkiye'deki hastanelerine yönelik sağlık turizmi akışını destekleyen birer köprü görevi görmektedir.

Sağlık hizmetlerini destekleyici yan sektörlerde de aktif olan grup, operasyonel verimliliği artırmak için lojistik ve teknoloji alanlarına yatırım yapmıştır. %100 mülkiyetine sahip olduğu Lokman Hekim Lojistik A.Ş. ile tedarik zinciri süreçlerini optimize ederken, Her Yerde Sağlık ve Elektronik Ticaret A.Ş. (HYSET) üzerinden dijital sağlık ve e-ticaret alanındaki varlığını sürdürmektedir. Ayrıca, turizm ve inşaat faaliyetlerini yönetmek amacıyla HYS Turizm İnşaat ve Ticaret A.Ş. de grup bünyesinde %100 oranında iştirak edilen bir diğer şirkettir.

Son olarak, grubun tıp merkezi ve klinik odaklı yatırımları Lokman Hekim Tıp Merkezleri çatısı altında toplanmıştır. Bu iştirak, %49 oranındaki pay sahipliği ile grubun butik sağlık hizmetleri ve tıp merkezi operasyonlarını koordine etmektedir. Tüm bu iştirak yapısı, Lokman Hekim'in sadece bir hastane zinciri değil, aynı zamanda lojistikten teknolojiye uzanan entegre bir sağlık ekosistemi olduğunu kanıtlamaktadır.

GELECEĞE YÖNELİK DEĞERLENDİRMELER

Şirketin, bileşik %13 artan SUT ortamı çerçevesinde hasta sayısının bileşik %10 artarak 2026 yılında 1,65 milyondan 2031 yılında 2,66 milyona yükselteceğini değerlendiriyoruz.

Grafik-4: Hasta Sayısı Beklentilerimiz (seviye, kişi)



Tablo-2: Ciro Beklentilerimiz (seviye, TL, konsolide)

HASTA SAYISI	2026	2027	2028	2029	2030	2031
SAĞLIK GELİRLERİ	1.650.000	1.815.000	1.996.500	2.196.150	2.415.765	2.657.342
FİYAT	2026	2027	2028	2029	2030	2031
SAĞLIK GELİRLERİ	2.730	3.549	4.365	5.326	6.444	7.733
GELİR	2026	2027	2028	2029	2030	2031
SAĞLIK GELİRLERİ	4.504.500.000	6.441.435.000	8.715.261.555	11.695.881.007	15.567.217.620	20.548.727.258
CANLI VARLIK	109.800.000	133.956.000	158.068.080	189.681.696	214.340.316	237.917.751
KİRA GELİRLERİ	317.200.000	386.984.000	456.641.120	547.969.344	619.205.359	687.317.948
LOJİSTİK GELİRLERİ	183.000.000	223.260.000	263.446.800	316.136.160	357.233.861	396.529.585
DİĞER GELİRLER	61.000.000	74.420.000	87.815.600	105.378.720	119.077.954	132.176.528
LKMNH TOPLAM	2026	2027	2028	2029	2030	2031
BÜYÜME	5.175.500.000	7.260.055.000	9.681.233.155	12.855.046.927	16.877.075.110	22.002.669.072
		40,28%	33,35%	32,78%	31,29%	30,37%

DEĞERLEME

LKMNH	2025/12	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12	2031/12
Satışlar	4.056.000.000	5.175.500.000	7.260.055.000	9.681.233.155	12.855.046.927	16.877.075.110	22.002.669.072
%	37,9%	27,6%	40,3%	33,3%	32,8%	31,3%	30,4%
EBIT	243.360.000	517.550.000	798.606.050	1.161.747.979	1.671.156.100	2.362.790.515	3.300.400.361
%	6,0%	10,0%	11,0%	12,0%	13,0%	14,0%	15,0%
NOPAT	182.520.000	388.162.500	598.954.538	871.310.984	1.253.367.075	1.772.092.887	2.475.300.271
Amortisman(+)	486.720.000	517.550.000	580.804.400	774.498.652	899.853.285	1.012.624.507	1.100.133.454
Değişimi(-)	-486.939.840	109.751.116	199.111.433	235.496.772	315.876.244	398.861.580	508.730.198
Yatırım Harcamaları	-811.200.000	-517.550.000	-580.804.400	-774.498.652	-771.302.816	-1.012.624.507	-1.320.160.144
Serbest Nakit Akışı	344.979.840	278.411.384	399.843.105	635.814.212	1.066.041.301	1.373.231.306	1.746.543.382
İndirgenmiş Nakit Akışı	319.443.034	223.130.742	271.466.976	339.923.965	566.439.287	670.058.304	620.681.247
İskonto Faktörü		0,80	0,68	0,53	0,53	0,49	0,36

HEDEF FİYAT	30,37	HİSSE KAPANIŞ POTANSİYEL	17,72
S.N.A Toplam	2.390.462.309		71,4%
Artık Değer	6.116.715.459		
ENT.VALUE	8.507.177.767		
Toplam Borç	1.984.031.312		
Azınlık Payı	37.353.915		
EQUITY VALUE	6.560.500.370		
Sermaye	216.000.000		

terminal değer	14.470.235.546
son yıl s.nakit akışı	1.746.543.382
%g	3,0%
%r	15,4%
ind.terminal değer	6.116.715.459

	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12	2031/12
Risksiz Faiz Oranı	25,0%	21,0%	23,0%	16,0%	14,0%	14,0%
ERP	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85
Özsermaye Oranı	50,0%	51,0%	52,0%	53,0%	54,0%	54,0%
Borç Oranı	50,0%	49,0%	48,0%	47,0%	46,0%	46,0%
Özsermaye Maliyeti	29,7%	25,7%	27,7%	20,7%	18,7%	18,7%
Vergi	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Borç Maliyeti	26,5%	22,5%	24,5%	17,5%	15,5%	15,5%
AOSM	24,8%	21,4%	23,2%	17,1%	15,4%	15,4%

Son Fiyat	26,50
Piyasa Değeri (mİn TL)	10.600
Piyasa Değeri (mİn \$)	245
HEDEF FİYAT	44
TAVSİYE	AL
POTANSİYEL	66,03%
F/K	24,85
FD/FAVÖK	9,76
PD/DD	1,43
Hisse Sayısı (mİn lot)	400
FDPO (%)	21,76
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (mİn TL)	43



ORTAKLIK YAPISI	%
Mehmet Bülent Nuri Bektur	46,18
Hakan Kocaoğlu	22,08
Tamer Kanoğlu	5,99
Diğeri	25,75

TNZTP (%)	GÜNLÜK	AYLIK	12AYLIK
Getiri (TL)	-3,64	30,80	58,64
Getiri (\$)	-3,66	29,32	30,69
Getiri (XU100-Rölatif)	-3,69	7,47	21,39

Tapdi Oksijen – OLUMLU – AL – 44 TL

Gelecek vizyonu açık şirketin artık fiyatlamaya zamanı!

İnce eleyip sık dokuyan faaliyetler ortada. Şirket, yeni yatırımlarını ve faaliyetlerini mümkün mertebe kredi kullanmadan özsermayeli odağıyla yola devam etme çabasını gözlemliyoruz. **Bu durum önümüzdeki dönemde güçlü temettü ödeme odağını ön plana çıkarıyor olacaktır.**

Özsermaye kaynağı için önemli bir yatırım var. 442 daire ve 81 işyerinden oluşan bu projenin 2026 yılında tamamlanması beklenmekte olup, proje bitiminde şirkete 111 daire ve 24 işyeri teslim edilecektir. Bu gayrimenkullerden elde edilecek gelirin diğeri projeler için özsermaye olarak kullanılması planlanmaktadır.

Hasta sayısının düzenli şekilde 700 bin+ olacağını değerlendiriyoruz. Her sene bileşik %13 büyüyen hasta sayısı çerçevesinde **2026 yılında 748 bin olan sayının 2031 yılında 1,52 milyon olacağını değerlendiriyoruz.**

En az %36 FAVÖK marjı ile yola devam edeceğini değerlendiriyoruz. FAVÖK marjlarının görece %36-38 bandında seyredeceği ve sadece tek problemlili yılın 2028 yılı olacağını vurgulamakta fayda var. Katılım endeksine uygun odağıyla güçlü nakit yönetimi ve faaliyet sürdürülebilirliğinin devamını bekliyoruz. **Ciro büyümelerinin ise TÜFE+20 olacağını değerlendiriyoruz.**

Enerji yatırımları FAVÖK marjlarını destekleyecek. Enerji maliyetlerini düşürmek ve operasyonel verimliliği artırmak amacıyla gerçekleştirilen GES yatırımı 3 MW kurulu güce sahiptir. Mevcut durumda hastanelerin ve tesislerin elektrik ihtiyacının %60'ını karşılayan bu santral, şirketin sürdürülebilirlik hedeflerine de hizmet etmektedir.

Yatırımlar bittikten sonra potansiyel yüksek temettü iştahı var. Önümüzdeki dönemde düzenli temettü odağını güçlü nakit yönetim ve sürdürülebilir karlılık becerisiyle devam ettireceğini değerlendiriyoruz. Temettü iştahının verimliliği yüksek oluyor oluşu cazip alan kazanımını sürdürülebilir hale getirecektir. **2025 yılında 2 kez bedelsiz temettü dağıtımını olumlu buluyoruz.**

Yurt dışı yatırımları 2030 sonrasını da güçlendirecek. Şirket, sağlık turizmi alanında da büyümeyi hedeflemekte ve bu kapsamda Balkanlar'a odaklanmaktadır. 2027-2030 yılları arasında Balkanlar'da yeni bir hastane kurulması veya mevcut bir hastanenin satın alınarak rehabilite edilmesi planları güncelliğini korumaktadır. Ayrıca Birleşik Krallık'ta faaliyete geçen ofis ile sağlık turizmi gelirlerinin artırılması amaçlanmaktadır.

Güncel fiyatlamaları haksız buluyoruz. Şirketin hem iç hem küresel tarafta büyüme odağı çerçevesinde TNZTP nezdinde **44 TL hedef fiyat ile AL tavsiyesini başlatıyoruz**

Detaylarına bir sonraki sayfadan itibaren erişebilirsiniz

YATIRIM TEMASI

Tapdi Oksijen, sağlık sektöründeki yolculuğuna 2001 yılında Tapdi Buca Tıp Merkezinin kurulmasıyla başlamıştır. Şirket, bu ilk adımın ardından sağlık hizmetleri alanındaki faaliyetlerini genişleterek bölgedeki varlığını güçlendirmiştir. Büyüme stratejisinin önemli bir parçası olarak 2010 yılında İzmir Tınaztepe Üniversitesi Özel Buca Hastanesi faaliyete geçmiştir. Bu yatırım, şirketin tıp merkezinden tam teşekküllü hastane işletmeciliğine geçişinde kritik bir kilometre taşı olmuştur.

Yatırımlarına devam eden grup, 2016 yılında Özel Tınaztepe Torbalı Hastanesini ve ardından 2019 yılında "İzmir Tınaztepe Üniversitesi Özel Galen Hastanesini bünyesine katmıştır. Ayrıca, 4 Ağustos 2023 tarihinde Tınaztepe Torbalı Hastanesi'nin işletmecisi olan şirketin satın alımı gerçekleştirilerek bu iştirak konsolidasyona dahil edilmiştir.

Şirketin kurumsallaşma sürecindeki en önemli gelişmelerden biri 2023 yılı başında gerçekleşen halka arzdır. Tapdi Oksijen payları, 5-6 Ocak 2023'te talep toplayarak 11 Ocak 2023 tarihinden itibaren Borsa İstanbul'da (BIST) işlem görmeye başlamıştır. Şirket günümüzde 3 hastane ve 1 tıp merkezi ile hizmet vermekte olup, 320'den fazla yatak kapasitesine, 170'ten fazla doktora ve 900'ün üzerinde personele sahiptir.

Gayrimenkul yatırımları kapsamında İzmir Buca'da yürütülen büyük bir proje bulunmaktadır. 442 daire ve 81 işyerinden oluşan bu projenin 2026 yılında tamamlanması beklenmekte olup, proje bitiminde şirkete 111 daire ve 24 işyeri teslim edilecektir. Bu gayrimenkullerden elde edilecek gelirin diğer projeler için özsermaye olarak kullanılması planlanmaktadır. Bir diğer gayrimenkul yatırımı ise İzmir Bayraklı Osmangazi'deki arsa üzerindedir. Tapuya kayıtlı bu arsa için %50-%50 paylaşım oranlı kat karşılığı inşaat sözleşmesi imzalanmıştır ve projenin tamamlanmasıyla şirketin yaklaşık 1.600 m2 satılabilir alan elde etmesi öngörülmektedir.

Enerji maliyetlerini düşürmek ve sürdürülebilirlik hedefleri doğrultusunda Güneş Enerjisi Santrali yatırımı hayata geçirilmiştir. 3 MW kurulu güce sahip olan bu santral, şirketin elektrik ihtiyacının yaklaşık %60'ını karşılamaktadır.

Geleceğe yönelik en büyük hedeflerden biri Balçova projesidir. Balçova'daki mevcut otel ve AVM yapısının bir sağlık kompleksine dönüştürülmesi planlanmaktadır. Bu proje için resmi makamlarla süreçler yürütülmekte olup, tesisin 2028 yılında faaliyete geçmesi hedeflenmektedir. Şirket, sağlık turizmi alanında da büyümeyi hedeflemekte ve bu kapsamda Balkanlar'a odaklanmaktadır. 2027-2030 yılları arasında Balkanlar'da yeni bir hastane kurulması veya mevcut bir hastanenin satın alınarak rehabilite edilmesi planları güncelliğini korumaktadır. Ayrıca Birleşik Krallık'ta faaliyete geçen ofis ile sağlık turizmi gelirlerinin artırılması amaçlanmaktadır.

Son olarak, yaşlı bakım turizmine yönelik yatırımlar da şirketin gündemindedir. Arazisi satın alınan yaşlı sağlığı ve bakımı turizmi tesislerinin 2028-2030 yılları arasında hayata geçirilmesi hedeflenmektedir. Teknoloji tarafında ise yapay zeka destekli tanı ve robotik cerrahi gibi dijitalleşme yatırımları ile verimliliğin artırılması planlanmaktadır.

İzmir Buca'da yürütülen ve şirketin gayrimenkul portföyünde önemli bir yer tutan inşaat projesi, 442 daire ve 81 iş yerinden oluşmaktadır. 2026 yılında tamamlanması beklenen bu karma proje sonucunda, şirketin payına 111 adet daire ve 24 adet iş yeri düşecektir. Bu gayrimenkullerin teslim alınmasıyla birlikte şirketin varlık tabanı önemli ölçüde güçlenecektir.

Buca projesinden elde edilecek gayrimenkullerin finansal stratejideki rolü de belirlenmiştir. Bu daire ve iş yerlerinin satışından sağlanacak gelirin, şirketin bir diğer büyük yatırımı olan Balçova projesi için özkaynak olarak kullanılması planlanmaktadır. Bu strateji, şirketin büyük ölçekli sağlık kompleksi yatırımını dış borçlanma ihtiyacını minimize ederek finanse etmesini amaçlamaktadır.

Şirketin bir diğer gayrimenkul geliştirme yatırımı İzmir Bayraklı Osmangazi bölgesinde yer almaktadır. Tapuda 3995 ada 1 parselde kayıtlı olan arsa üzerinde %50-%50 paylaşım oranlı bir kat karşılığı inşaat sözleşmesi imzalanmıştır. Projenin tamamlanmasıyla birlikte şirketin yaklaşık 1.600 metrekare büyüklüğünde satılabilir alan kazanması öngörülmektedir.

Enerji maliyetlerini düşürmek ve operasyonel verimliliği artırmak amacıyla gerçekleştirilen GES yatırımı 3 MW kurulu güce sahiptir. Mevcut durumda hastanelerin ve tesislerin elektrik ihtiyacının %60'ını karşılayan bu santral, şirketin sürdürülebilirlik hedeflerine de hizmet etmektedir.

Gelecekteki enerji ihtiyaçları için de planlamalar yapılmaktadır. Balçova AVM yatırımının devreye girmesiyle artacak tüketim dikkate alındığında, mevcut GES'in toplam ihtiyacın %40'ını karşılayacağı hesaplanmaktadır. Bu nedenle, mevcut projenin kapasitesinin artırılması veya yeni bir enerji projesine başlanması ihtiyacı yatırım gündemindeki yerini korumaktadır.

Balçova'daki mevcut otel ve AVM yapısının entegre bir sağlık kompleksine dönüştürülmesi projesi, şirketin 2028 hedefleri arasındadır. Bu dönüşüm projesi için resmi makamlar nezdinde gerekli tüm adımlar atılmış olup onay süreçleri beklenmektedir. Projenin hayata geçmesiyle birlikte şirketin sağlık hizmeti kapasitesinde önemli bir artış yaşanacaktır.

Yurt dışı genişleme stratejisi kapsamında Balkanlar, önemli bir yatırım rotası olarak belirlenmiştir. 2027-2030 yılları arasında bu bölgedeki zenginleşme potansiyelinden faydalanmak amacıyla yeni bir hastane kurulması veya mevcut bir hastanenin satın alınıp rehabilite edilmesi hedeflenmektedir. Bu yatırım, sağlık turizmi gelirlerini çeşitlendirmeyi amaçlamaktadır.

Yaşlı nüfusun artan bakım ihtiyaçlarına yönelik olarak "yaşlı sağlığı ve bakımı turizmi" alanında da yatırım planları bulunmaktadır. Bu tesislerin inşası için gerekli arazi satın alınmış olup, projenin 2028-2030 yılları arasında faaliyete geçirilmesi hedeflenmektedir. Bu yatırım, şirketin hizmet portföyünü çeşitlendiren stratejik bir hamle niteliğindedir.

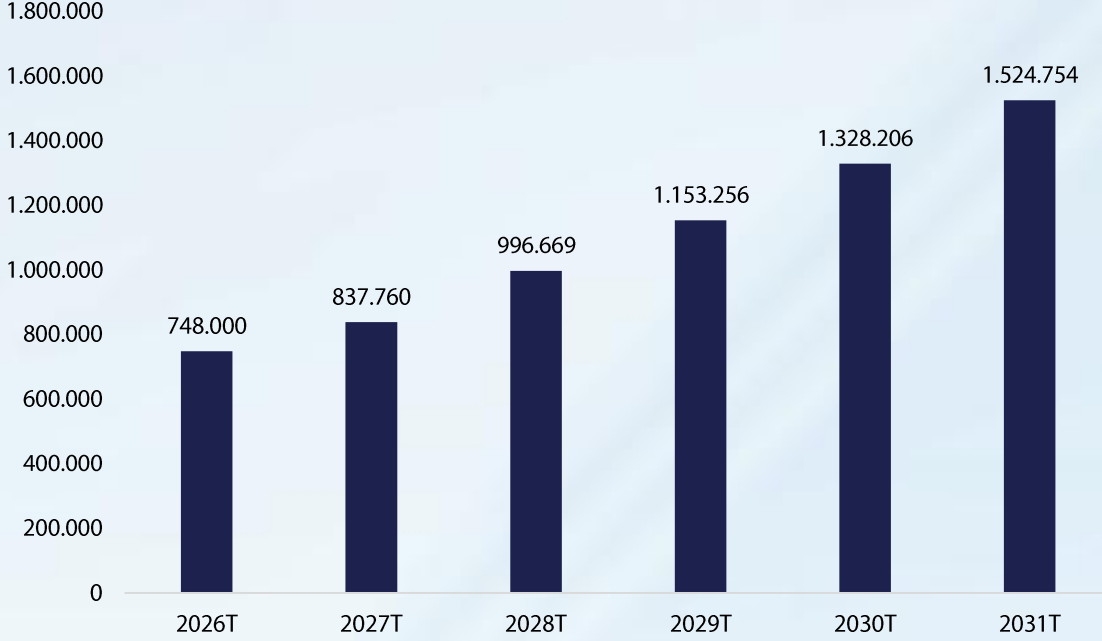
Teknolojik dönüşüm yatırımları kapsamında yapay zeka ve robotik cerrahi alanlarına odaklanılmaktadır. Yapay zeka destekli erken tanı ve tedavi yöntemleri ile otomasyon sistemlerine yapılan yatırımların, özel hastanelerin gelir potansiyelini artırması ve maliyetleri düşürmesi beklenmektedir. Bu dijitalleşme süreci, operasyonel karlılığı destekleyen bir unsur olarak görülmektedir.

Yatırımların finansman yapısında borçluluğun azaltılması ve özsermaye kullanımının artırılması hedeflenmektedir. Yeni kredi kullanılmaması senaryosunda, yapılan yatırımların geri dönüşleriyle birlikte finansman giderlerinin ciroya oranının 2028 yılında sıfıra inmesi öngörülmektedir. Ayrıca hastane binalarının mülkiyetinin şirkete ait olması sayesinde kira gideri oluşmaması, yaratılan nakdin yeni yatırımlara yönlendirilmesine olanak tanımaktadır.

GELECEĞE YÖNELİK DEĞERLENDİRMELER

Şirketin, bileşik %13 artan SUT ortamı çerçevesinde hasta sayısının bileşik %13 artarak 2026 yılında 748 binden 2031 yılında 1,52 milyona yükselteceğini değerlendiriyoruz.

Grafik-5: Hasta Sayısı Beklentilerimiz (seviye, kişi)



GYO projesiyle birlikte 2027 finansallarının bir miktar ayrışacağını değerlendirmekle birlikte 2028 finansallarının yüksek yatırım dönemi odağıyla negatif nakit akımı ve dalgalanma çerçevesinde yatay geçeceğini değerlendiriyoruz. Yatırım döneminin tamamlanmasının ardından 2029 ve 2030'da gözle görülür şekilde ciro büyümeleri gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

FAVÖK marjlarının görece %36 bandında seyredeceği ve sadece tek problemli yılın 2028 yılı olacağını vurgulamakta fayda var. Katılım endeksine uygun odağıyla güçlü nakit yönetimi ve faaliyet sürdürülebilirliğinin devamını bekliyoruz.

İlaveten şirketin yatırım odaklarını ince eleyip sık dokumasını önemsiyoruz. Aceleci davranmadan özsermayeli yatırım odağını beğeniyoruz. Önümüzdeki şoklara karşın güçlü nakit yönetim becerisinin devamı şirket faaliyetlerini desteklemeye devam edecektir.

Önümüzdeki dönemde düzenli temettü odağını güçlü nakit yönetim ve sürdürülebilir karlılık becerisiyle devam ettireceğini değerlendiriyoruz. Temettü iştahının verimliliği yüksek oluyor oluşu cazip alan kazanımını sürdürülebilir hale getirecektir.

Yatırımların tamamlanmasıyla birlikte sağlık kompleksinin en az 81,5 bin, yaşlı otelinin en az 2 binlik ilave hasta kazanımı sağlayacağını değerlendiriyoruz.

Tablo-3: Ciro Beklentilerimiz (seviye, TL, konsolide)

HASTA SAYISI	2026	2027	2028	2029	2030	2031
BUCA TIP MERKEZİ	112.000	125.440	141.747	160.174	180.997	204.527
BUCA HASTANESİ	280.000	313.600	354.368	400.436	452.492	511.317
GALEN HASTANESİ	300.000	336.000	379.680	429.038	484.813	547.839
TORBALI HASTANESİ	56.000	62.720	70.874	80.087	90.498	102.263
SAĞLIK KOMPLEKSİ	0	0	50.000	81.500	116.545	155.005
YAŞLI OTELİ	0	0	0	2.000	2.860	3.804
FİYAT	2026	2027	2028	2029	2030	2031
BUCA TIP MERKEZİ	3.584	4.480	5.286	6.185	7.175	8.251
BUCA HASTANESİ	6.400	8.320	10.234	12.485	15.107	18.128
GALEN HASTANESİ	8.704	11.315	13.918	16.980	20.545	24.654
TORBALI HASTANESİ	5.760	7.488	9.210	11.236	13.596	16.315
SAĞLIK KOMPLEKSİ	0	-	-	25.000	32.750	42.575
YAŞLI OTELİ	0	-	-	-	500.000	650.000
GELİR	2026	2027	2028	2029	2030	2031
BUCA TIP MERKEZİ	401.408.000	561.971.200	749.332.398	990.692.364	1.298.599.550	1.687.530.115
BUCA HASTANESİ	1.792.000.000	2.609.152.000	3.626.460.365	4.999.438.259	6.835.731.931	9.269.252.499
GALEN HASTANESİ	2.611.200.000	3.801.907.200	5.284.270.817	7.284.895.749	9.960.637.957	13.506.625.070
TORBALI HASTANESİ	322.560.000	469.647.360	652.762.866	899.898.887	1.230.431.748	1.668.465.450
AVM/DİĞER	65.000.000	82.550.000	101.536.500	126.920.625	149.766.338	173.728.952
SAĞLIK KOMPLEKSİ	-	-	-	2.037.500.000	3.816.848.750	6.599.331.489
GYO GELİRLERİ		1.000.000.000	350.000.000	350.000.000	350.000.000	350.000.000
					1.430.000.000	2.472.470.000
TNZTP TOPLAM	2026	2027	2028	2029	2030	2031
BÜYÜME	5.192.168.000	8.525.227.760	10.764.362.946	16.689.345.883	23.642.016.274	33.254.933.574
		64,19%	26,26%	55,04%	41,66%	40,66%

DEĞERLEME

TNZTP	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12	2031/12
Satışlar	5.192.168.000	8.525.227.760	10.764.362.946	16.689.345.883	23.642.016.274	33.254.933.574
%	35,5%	64,2%	26,3%	55,0%	41,7%	40,7%
EBIT	1.609.572.080	2.728.072.883	3.552.239.772	4.839.910.306	7.092.604.882	10.309.029.408
%	31,0%	32,0%	33,0%	29,0%	30,0%	31,0%
NOPAT	1.207.179.060	2.046.054.662	2.664.179.829	3.629.932.729	5.319.453.662	7.731.772.056
Amortisman(+)	259.608.400	426.261.388	430.574.518	2.002.721.506	2.364.201.627	2.660.394.686
Net İşletme Sermayesi Değişimi(-)	139.239.339	236.909.776	-4.537.548.315	2.890.167.973	133.277.385	903.066.997
Yatırım Harcamaları	-519.216.800	-852.522.776	-4.305.745.178	-667.573.835	-945.680.651	-665.098.671
Serbest Nakit Akışı	808.331.321	1.382.883.499	3.326.557.483	2.074.912.427	6.604.697.253	8.824.001.073
İndirgenmiş Nakit Akışı	559.980.132	699.046.590	1.352.053.034	649.731.652	1.485.961.714	1.855.291.076
İskonto Faktörü	0,48	0,36	0,30	0,23	0,17	0,11

S.N.A Toplam	6.602.064.198
Artık Değer	5.944.950.915
ENT.VALUE	12.547.015.112
Toplam Borç	-321.164.856
Azınlık Payı	0
EQUITY VALUE	12.868.179.968
Sermaye	400.000.000
12FW EQUITY VALUE	17.577.933.837
HEDEF FİYAT	43,94
POTANSİYEL	65,83%

terminal değer	35.609.233.664
son yıl s.nakit akışı	8.824.001.073
%g	8,0%
%r	34,8%
ind.terminal değer	5.944.950.915

	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12	2031/12
Risksiz Faiz Oranı	28,0%	21,0%	23,0%	16,0%	14,0%	13,0%
ERP	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Özsermaye Oranı	50,0%	51,0%	52,0%	53,0%	54,0%	54,0%
Borç Oranı	20,0%	30,0%	50,0%	48,0%	45,0%	40,0%
Özsermaye Maliyeti	80,0%	70,0%	50,0%	52,0%	55,0%	60,0%
Vergi	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Borç Maliyeti	29,0%	22,0%	24,0%	17,0%	15,0%	14,0%
AOSM	44,4%	40,7%	35,0%	33,7%	34,8%	36,6%

YASAL UYARI—Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu bilgiler, belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte ve bu yönde herhangi bir şekilde taahhüt veya garantimiz bulunmamaktadır. Bu itibarla bu sayfalarda yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan hususlar hakkında herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan manevi zararlardan her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

ÇEKİNCE—Bu rapor tarafımızca doğruluğu kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık ve zararlardan kurum çalışanları ile PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.

T +90 (212) 370 0370

F +90 (212) 370 0371

arastirma@pusulayatirim.com.tr

Fulya Mah. Büyükdere Cad. Torun Center No: 74 A/53 34394
Şişli/İstanbul