

Cip hisselerinden ucuzlamış sağlık hisselerine rotasyon...

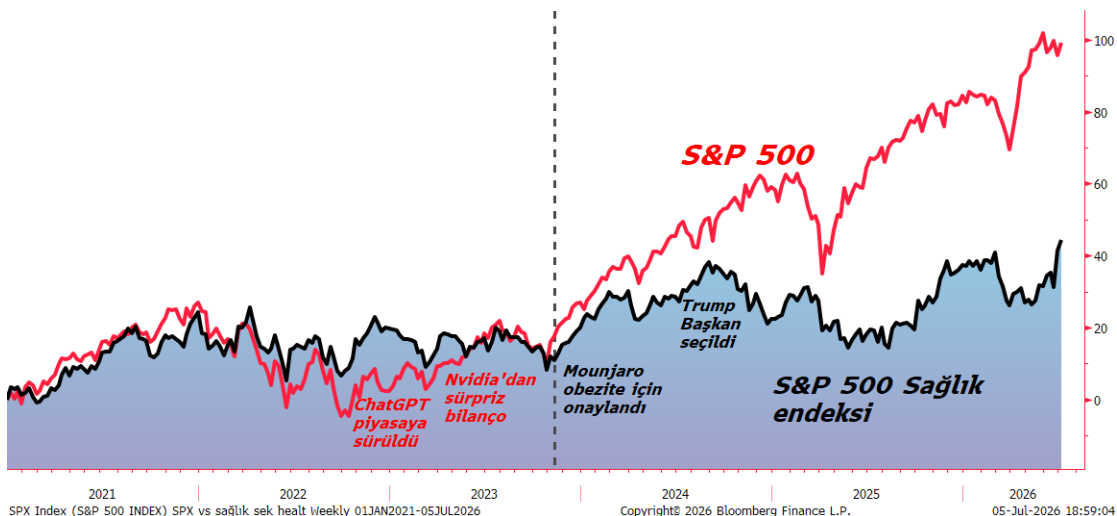
Son 5 senede sağlık sektörünün S&P 500'ün çok gerisinde kalmasının arkasında; teknoloji sektöründe yapay zeka rüzgarının etkisi ile yaratılan güçlü kar büyümesinin endeksi yukarıya çekmesine karşılık, sağlık sektörünün politik rüzgarların etkisi ile geride kalması vardı. S&P 500'de yüksek ağırlığa sahip teknoloji sektörünün güçlü performans sürecinin tetikleyicilerine baktığımızda;

- ✓ Kasım 2022'de ChatGPT'nin piyasaya sürülmesi ve hızla kullanımının yaygınlaşması ile yeni bir teknolojinin bir çok şirket üzerinde dönüştürücü etkisinin spekülâtif anlamda fiyatlanmaya başlaması
- ✓ Nvidia'nın 2023'ün ilk çeyreği için yatırımcıları şâşırtan çok güçlü bilançosu sonrasında yapay zekaya yönelik yatırımların somut olarak hissedilmesi ve çip hisselerinin hareketlenmesi
- ✓ Mevcut bilişim kapasitesinin yapay zeka kullanım yükleri için yetersiz kalması ile dev teknoloji şirketlerinin sermaye harcamalarını ve veri merkezi yatırımlarını hızlandırmaları ve bu yatırımların ekonomik büyümeye ve şirket karlarına ciddi katkı sunması
- ✓ Veri merkezi altyapısının kurulmasında gerekli olan sunucu, network ekipmanları ve switch'ler, optik kablolar, hafıza çipleri gibi birçok donanıma yönelik talep patlamasının şirketlerin finansallarına yansması
- ✓ Bulut bilişim operasyonları olan mega-cap teknoloji şirketlerinin yapay zeka uygulamalarını kar rakamlarına yansıtmaya başlamaları ve somut olarak CAPEX yatırımlarının geri dönüşünün izlerini göstermeleri
- ✓ Yapay zekanın reel dünyadaki etkisinin bireylerde ve şirketlerde yaratacağı verimlilik artışı ve yeni büyüme alanlarına yönelik spekülâtif beklentilerin farklı alanlarda fiyatlanmaya başlaması
- ✓ Enerji şirketleri, elektrik üreticileri, emtia üreticileri ve uzay teknolojileri gibi ekosistemin çerperinde kalan sektör hisselerinin de spekülâtif rüzgardan olumlu etkilenmeye başlamaları

Ancak yapay zeka yatırımlarının donanım şirketlerinde ve çip sektöründe yarattığı büyümenin yavaşlayabileceği kaygıları, S&P 500'ün kar büyümesinin üçte birinin sadece iki hisseden(Micron, Nvidia) gelmesi, büyümenin bu hızda sürdürülmesinin güç olması, yarı iletken endekslerinin ikinci çeyrekte %80 üzerinde yükselmesi ve Meta gibi şirketlerin dev kapasitelerinin bir kısmını kiraya verecekleri açıklamalarının yarattığı aşırı kapasite kaygıları, önümüzdeki dönemde teknoloji hisselerinden sağlık hisselerine rotasyonu tetikleyebilir.

Sağlık sektörünün geride kalmasının arkasındaki nedenler...

- ✗ Hükümetin ilaç ve sigorta şirketleri başta olmak üzere sektördeki fiyatlama politikalarını kontrol etme isteğinin hisselerine olumsuz yansması
- ✗ Trump dönemindeki yasal düzenlemelerin ve kesintilerin Medicare/Medicaid gibi kamu sigorta planlarına ve hastane bütçelerine olumsuz etkisi
- ✗ Gümrük vergilerinin tedarik zincirinde yarattığı sıkıntılar ve maliyetlere olan etkisi
- ✗ Büyük ilaç şirketlerinin organik büyüme yaratmakta zorlanmaları
- ✗ Yatırımcıların teknoloji gibi büyüme odaklı alanlara kayarken defansif hisselerden çıkışları
- ✗ Obezite ilaçlarının yaygınlaşmasının diğer hastalıkları da önlemesinin diğer alanlara olumsuz etkisi



SPX Index (S&P 500 INDEX) SPX vs sağlık sek health Weekly 01JAN2021-05JUL2026

Copyright© 2026 Bloomberg Finance L.P.

05-Jul-2026 18:59:04

Medikal teknoloji özellikle geride kalmış bir alan...

Sağlık sektörü içerisinde farklı alanların performanslarına baktığımızda, son üç senede **biyoteknoloji tarafında rölatif güçlü** bir performans görüyoruz. Bunun sebepleri;

- Yukarıda bahsettiğimiz gibi organik büyüme zorlanan ancak güçlü nakit yaratan dev farma şirketlerinin ufak ölçekli biyoteknoloji şirketlerini satın almaya ağırlık vermeleri ve **hızlanan M&A aktivitesinin** sektör hisselerinin değerlemelerini yukarıya çekmesi
- Yapay zekanın olumlu etkilerinin** önümüzdeki dönemde yeni terapi ve bileşik keşifleri anlamında en çok bu alanda kendisini gösterecek olmasının yarattığı büyüme beklentisi

Sağlık hizmetleri, ilaç şirketleri, sigorta şirketleri, eczaneler ve medikal teknoloji gibi bir çok alanın ise S&P 500'ün getirilerinin oldukça altında kaldığını görüyoruz. Özellikle medikal teknoloji borsa yatırım fonunun son üç senedeki zayıf performansı, momentum yatırımcılarının bu alana mesafeli yaklaşmalarına neden oldu.



Yapay zekanın yazılımdaki yıkıcı etkisini, sağlıkta obezite ilaçları medikal cihazlara yaşattı...

Zayıflama ilaçlarının tansiyon, şeker gibi diğer hastalıkları da tedavi etmesinin etkileri... Medikal teknolojiyi son senelerin kaybettireni yapan en önemli dinamik; sağlık sektörünü genel anlamda aşağıya çeken politik faktörlerin yanı sıra, zayıflama ilaçlarının giderek yaygınlaşması ile beraber yaşanan kilo kaybının tansiyon, şeker, kardiyovasküler rahatsızlıklar gibi bir çok diğer hastalığın da tedavisine yardımcı olması ve bu alanlarda kullanılan cihazları üreten şirketlerdeki gelir düşüşünün devam edeceği kaygılarıydı. Özellikle uyku apnesi, glikoz izleme sistemleri, insülin pompaları, kardiyovasküler cerrahi operasyonlarda kullanılan bir çok cihazın kullanımının gerileyeceği beklentisi sektör hisselerinde fiyatlandı.

Politik ve jeopolitik belirsizliklerin etkisi...

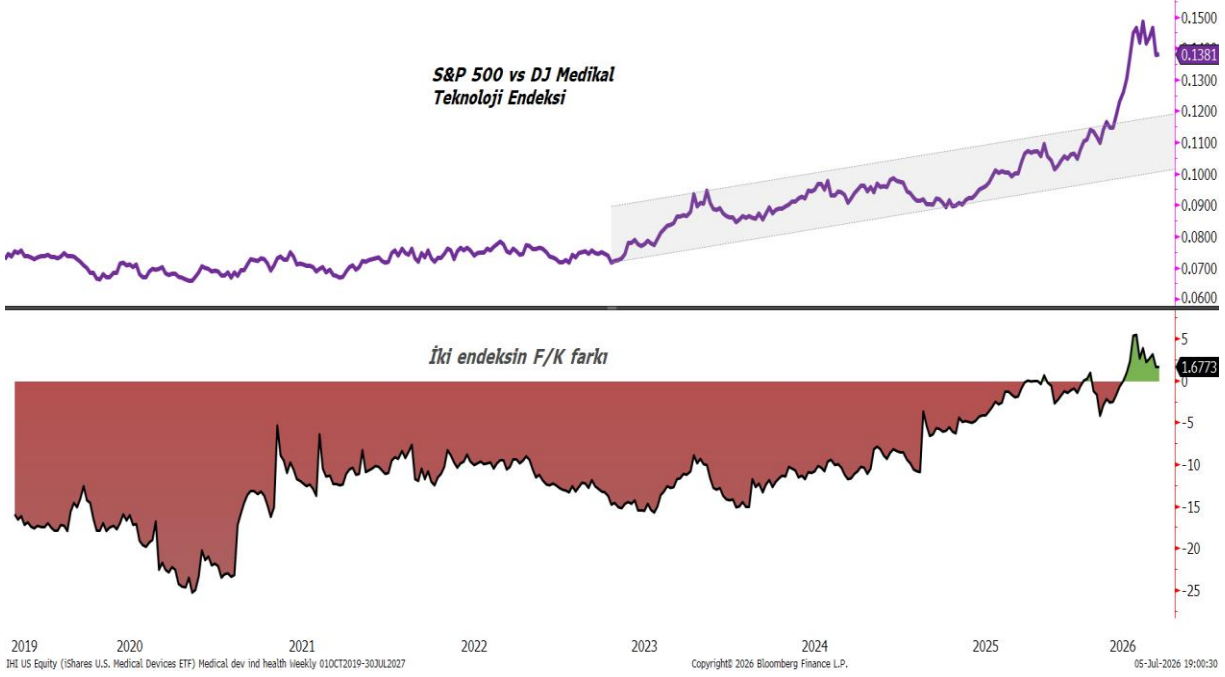
Hastane bütçelerindeki kısıntılar.... Bunlara ek olarak son dönemde yüksek kalan faizlerin ve sıkılaştıran finansal koşulların hastane ve klinikleri bütçelerinde kesintiye gitmek zorunda bırakması, özellikle robotik cerrahi gibi oldukça pahalı cihazların alımını da sınırlandırdı. Ekonomik koşulların yanı sıra Trump hükümetinin sağlık sektöründe maliyetleri aşağıya çekmeye yönelik tedbirleri de sağlık hizmeti sağlayıcılarının teknoloji yatırımlarına ara vererek, yasal düzenlemelerin son hale gelmesini beklemelerine ve harcamaları kısmalarına neden oldu.

Çin'deki toplu alımlar ve gelişen medikal sektör... Çin hükümetinin ülkedeki dev nüfus göz önüne alındığında sağlık sektöründe giderek artan maliyetleri aşağıya çekmek için sektörde lokal üretimi destekleyen politikaları ve alımlarda VBP politikası adı altında medikal cihazların ve ilaçların hacimli olarak daha ucuza alınarak dağıtılmasını öne çıkaran politikaları, yabancı farma şirketlerinin ülkede elde ettikleri kar marjlarının da baskılanmasına ve rekabetin artmasına neden oldu.



Savaşın etkileri... Özellikle Ortadoğu'da iş yapan bir çok medikal teknoloji şirketlerinin ürünlerine yönelik talep, bölgedeki savaş nedeniyle geçici olarak da olsa azaldı ve bu da son çeyrek finansallarında hissedildi.

Dolayısıyla zaten baskı altındaki sağlık sektörü içerisinde de kaybettirenler arasında yer alan medikal teknoloji, yukarıdaki nedenlerin etkisi ile son dönemde son derece ucuz çarpanlarla işlem gören, yatırımcılar tarafından sevilme ve bunun da fiyatlamalara yansdığı bir sektör haline geldi.



Ancak politik rüzgar Kasım'da tersine dönebilir ve sağlığa rotasyon hızlanabilir...

Demokratların Kongre'de üstünlük sağlaması sağlık sektörü için olumlu olacaktır... Kasım ayındaki seçimlerde, Kongrenin iki kanadını da Demokratların alma olasılığının artması, sağlık politikalarına daha hassas olan grubun çoğunluğu ele alarak sektörde Trump'ın yarattığı politik belirsizliği azaltabilir. Bu döneme kadar volatilitenin artması ve yapay zeka rüzgarı ile değerlemeleri şişen çip ve donanım hisselerine kar satışlarının gelmesi durumunda da, yatırımcıların daha defansif alanlara rotasyonundan medikal teknoloji hisseleri fayda görecektir.

Sektörde büyüme odaklı (ISRG) ve değer odaklı (ABT) yatırımcılar için fırsatlar var...

Değer odaklı bir yaklaşımda tercihimiz: Abbott Labs...

Her ne kadar kısa zamanda sektörün eski günlerine döneceğini ve önemli bir büyüme atağı yapacağını düşünmesek de, gelenen seviyelerin bir çok hisse için çok ucuz olduğunu ve geleceğe yönelik karamsar beklentilerin fazlasıyla fiyatlanmaya başladığını düşünüyoruz. Özellikle çeşitlendirilmiş gelir kaynakları olan ve sadece niş bir alt sektörde faaliyet göstermeyen, hala güçlü nakit yaratabilen, cazip temettü verimine ve güçlü bir bilançoya ve yönetime sahip olan Abbott Labs gibi şirketlerin içsel değerinin hisse fiyatlarının altında kalmaya başladığını görüyoruz. Şirketin beslenme ürünleri ve jenerik ilaçlar gibi defansif alanlardaki faaliyetleri de sektördeki olumsuz dinamiklere hisselerin daha sınırlı tepki vermesine yol açacaktır.

Büyüme odaklı yaklaşımla yapay zekanın etkinleştirici olabileceği şirket: Intuitive Surgical...

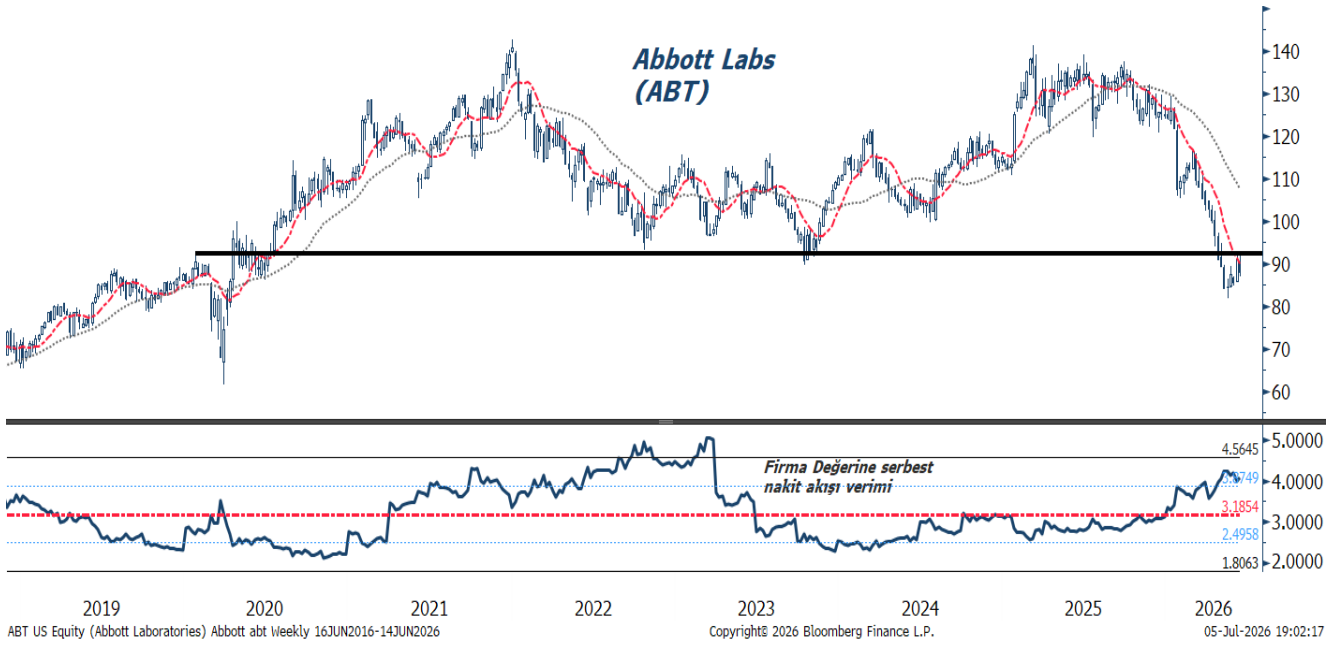
Bir diğer hisse grubu, önümüzdeki dönemde bize göre sektör içerisinde yapay zekadan en çok olumlu etkilenecek ve büyümeye devam edecek olan robotik cerrahi alanı. Bu alandaki lider şirket olan Intuitive Surgical, her ne kadar geçmişte olduğu gibi hala sektöre göre primli değerlemelerle işlem görse de, bize göre şirketin gelecekteki büyüme potansiyeli, sağlıklı kar marjları, operasyonları etrafındaki koruma alanı, tekrar eden gelirleri, bu primi makul kılıyor.

Abbott Laboratories (ABT)...

Abbott Labs her ne kadar gelirlerinin önemli kısmını medikal cihazlardan elde etse de, beslenme ürünleri ve jenerik ilaçlar gibi daha defansif alanlarda da faaliyet göstermesi ve çeşitlendirilmiş gelir kaynaklarına sahip olması bize göre büyüme kaygılarının arttığı bir dönemde olumlu bir dinamik. Şirketin yapay zekadan olumlu etkilenebilecek iş kollarının olması ve daha defansif karakterini göz önüne alarak, son dönemde hissede yaşanan düşüşün değerlemeleri oldukça cazip seviyelere çekmesini orta vadeli cazip bir alım fırsatı olarak değerlendiriyoruz.

Kar beklentilerinin aşağıya çekilmesi ve iş kollarındaki zayıflama satışları hızlandırdı...

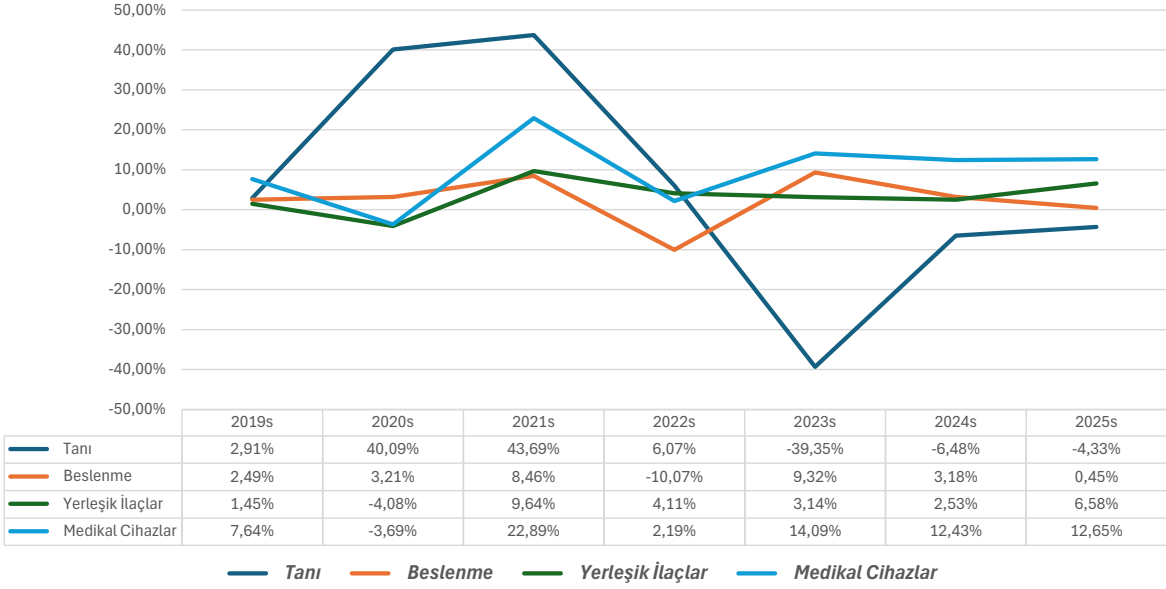
Abbott hissesindeki kötüye gidişin aslında daha çok bu sene hız kazandığını görüyoruz. Sektördeki satış baskısı hisse üzerinde de hissedilirken, şirket spesifik olumsuz gelişmeler baskıyı artırdı. Bu sene arka arkaya beklentilerden zayıf kar rakamlarının açıklanması ve senelik projeksiyonların sürekli aşağıya çekilmesi yatırımcıların morallerini bozarken, finansallardaki kötüye gidişin arkasında; zayıflama ilaçlarının özellikle diyabet ve kardiyovasküler alanlarda medikal cihazlara olumsuz yansımaları, beslenme ürünlerinde strateji değişikliğinin etkisi ile hissedilen zayıflama ve dev Exact Sciences alımına yönelik yatırımcılarda oluşan endişeler vardı.



Abbott Labs'ın faaliyet alanları ve satış kırılımı:

- ✓ **Tıbbi cihazlar** en büyük segment olup, diyabet ve kalp ürünlerini kapsayan, geçtiğimiz sene gelirlerin yaklaşık yarısını oluşturan ve son beş senede ortalama %13 büyüme ile şirketin büyüme dinamosu haline gelen iş kolu.
- ✓ **Tanı/diagnostik**, temel laboratuvar tanıları, moleküler tanı, yerinde testler ve hızlı tanıları kapsayan geçtiğimiz sene gelirlerin %20'sini oluşturan, Exact Sciences alımı sonrasında bu sene gelirlerden daha önemli bir pay alacak olan iş kolu. Pandemi döneminde özellikle Covid 19 testlerinin yardımı ile bu alan %40 üzerinde büyümelere ulaşarak şirketin satış ve net karına çok ciddi miktarda katkıda bulunmuştu.
- ✓ **Beslenme ürünleri**, küresel olarak satılan çocuk ve yetişkin beslenme ürünlerini (Similac, Ensure, Glucerna) içeren ve gelirlerin yaklaşık beşte birini oluşturan iş kolu. Her ne kadar büyüme hızı son dönemde yavaşlamış olsa da, şirkete defansif bir karakter veriyor. Ancak son dönemde açılan davalar hisselerin kar çarpanlarını baskılayan önemli bir konu olarak şekillendi.
- ✓ **Jenerik ilaçlar**, gastroenteroloji, kadın sağlığı ve kardiyovasküler gibi tedavi alanlarında öncelikle gelişmekte olan pazarlarda satılan markalı jenerik ilaçları kapsayan ve yine defansif bir alan olan ve makul bir büyüme hızı ile şirketin gelir elde etmesini sağlayan iş kolu.

Abbott Labs segmentlere göre satış büyümesi



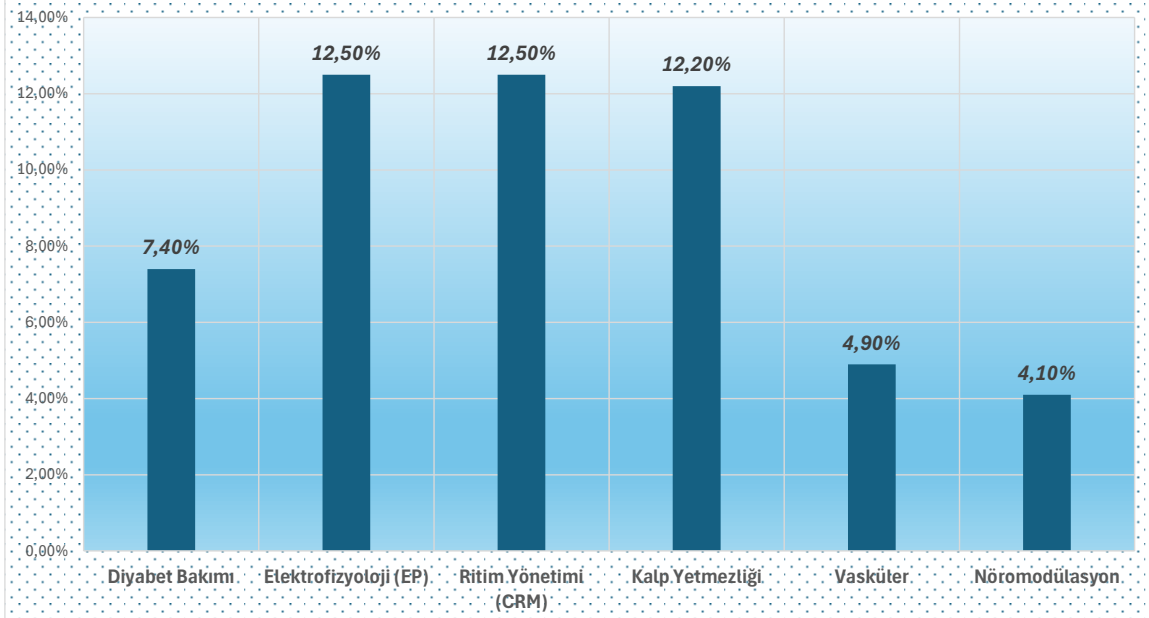
Tıbbi cihazlar ve obezite ilaçları...

Yukarıda bahsettiğimiz gibi medikal cihazlar şirketin gerek büyüme, gerekse de operasyonel kar anlamında finansallarına en çok etki eden iş kolu ve obezite ilaçlarının bu alandaki ürün satışlarına olumsuz yansıma potansiyeli hisseyi aşağıya çeken en önemli dinamik. Tabloda görüldüğü gibi bu alanın geçmişte çift haneli, stabil ve sağlıklı bir hızda büyümesi ve ekonomik döngüden sınırlı etkilenmesi olumlu bir faktör.

Bu alanda şirket, FreeStyle Libre sürekli glikoz izleme (CGM) sistemi, elektrofizyoloji (EP), kalp yetmezliği ve yapısal kalp ürünlerini içeren güçlü bir kardiyovasküler portföye sahip. İlk çeyrek bilançosunda hayal kırıklığı yaratan faktörlerden bir tanesi FreeStyle Libre'deki %7,6 büyümenin çift haneli büyüme beklentilerinin altında kalması idi. Son senelerde şirket özellikle EP ve diyabet ürünlerinden çift haneli büyüme hızını ulaştırırken, bazı kardiyovasküler ürünler orta tek hanede kalmıştı.

Önümüzdeki dönemde EP, vasküler ve kalp yetmezliği gibi alanlarda şirketin düşük çift haneli büyüme ivmesini sürdürebileceğini ve önümüzdeki iki sene ortalama %11,5 büyüme ivmesi ile 2027 senesinde gelirlerini \$26,5 milyara ulaştırabileceğini düşünüyoruz. Bu tahminler bu faaliyet kolunun mevcut büyümesine paralel ve zayıflama ilaçlarından önemli bir talep kaybı etkisi görülmeyeceği düşünülerek yapılırken, diyabet bakımı gibi alanlarda şirket obezite ilaçlarının etkisini daha hızlı bir şekilde görebilir ancak biz bunun Libre Assist gibi yapay zeka yardımı ile hastaların insülin seviyelerini tahmin edebilen yardımcı servisler ve EP alanındaki güçlü büyüme ile telafi edilebileceğini öngörüyoruz.

Abbott Labs Medikal cihazlar alt segment organik satış büyümesi



Beslenme ürünlerinin defansif etkisi...

Beslenme ürünleri tarafında bebek mamaları önemli bir gelir kaynağı olsa da, son senelerde şirket bu alandan elde ettiği geliri çeşitlendirmek için çaba gösteriyor ve GLP-1 ilaçlarının medikal cihazlardaki olumsuz etkisine karşılık obezite ilaçlarını kullanarak kas kaybeden tüketiciler için takviye gıdalar üretiyor. Geçtiğimiz sene bu iş kolunda hacim artışına önem verilerek fiyat indirimlerine gidilmiş ve bu da son çeyreklerde kar marjlarını baskılamıştı (ilk çeyrekte geçtiğimiz sene geneline göre 40bp'lık bir faaliyet karında düşüş var). Önümüzdeki dönemde fiyat ayarlamalarının etkisinin normalleşeceği ve senenin ikinci yarısında hacim artışı ile buradaki olumsuz etkinin bertaraf edileceğini düşünüyoruz.

Bu alan şirketin önemli marka bilinirliği dolayısıyla stabil ve önemli bir nakit yaratma kaynağı olsa da, protein bazlı içeceklerde ve bebek mamalarında artan rekabet ve şirketin uzun bir süredir uğraştığı prematüre bebek mamaları dolayısıyla açılan davaların yarattığı belirsizlik bir miktar baskı yaratan dinamikler.

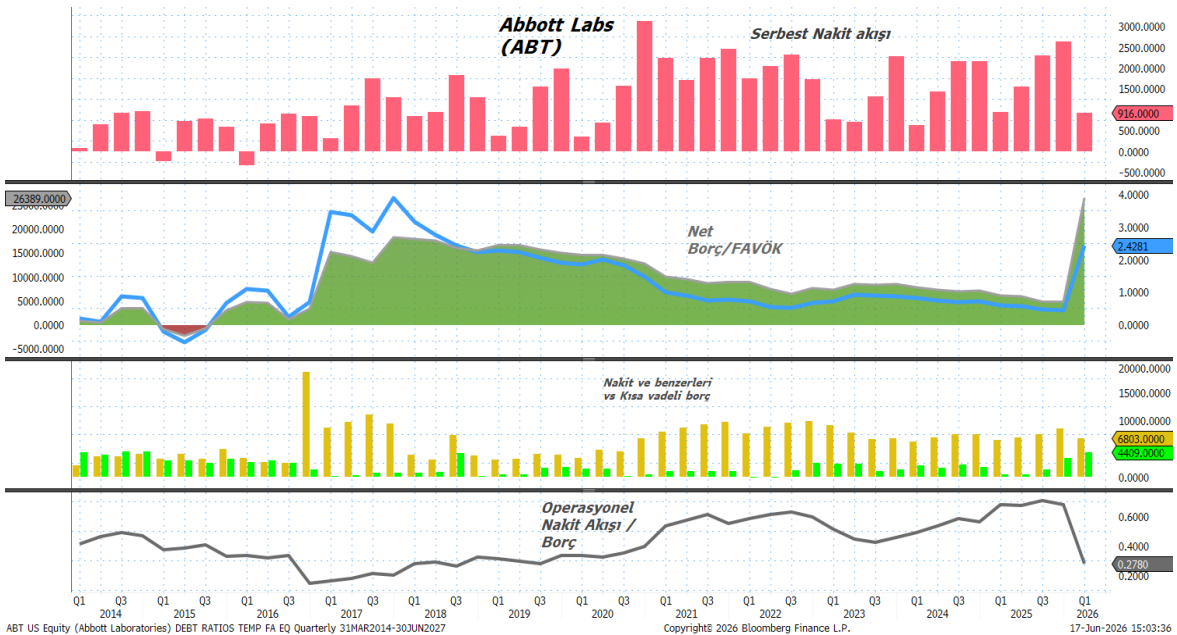
Biz bu alanda önemli bir atılım beklemiyoruz ve şirketin düşük tek haneli büyüme ve %17-18 bandında bir faaliyet kar marjını yakalayabilmesinin makul bir hedef olacağını, 2027 sonu için ortalama senelik %4 büyüme ile \$9,1 milyar gelir ve \$1,58 milyar operasyonel kar yaratılabileceğini düşünüyoruz. Burada gelebilecek en iyi haberi davaların yüksek bir miktar ile de olsa anlaşma ile sona erdirilmesi olacaktır ve böyle bir sonuç sınırlı da olsa şirketin kar çarpanlarında açılmaya neden olacaktır.

Exact Sciences alımı ve tanı tarafındaki büyüme...

Abbott'ın tanı alanındaki gelirlerini neredeyse ikiye katlayacak olan \$21 milyarlık Exact Sciences alımı, şirketin finansallarında önemli bir etkiye sahip. Şirketi kanser tarama alanında lider yapan Cologuard testi her ne kadar yeni nesil kan testleri bazlı metotlar geliştiren şirketlerin rekabet tehdidi altında olsa da, kendi alanında dominant oyuncu olmaya devam ediyor. Bu alan yapay zeka uygulamalarının etkinleştirici faydasını görebilecek bir alan.

Bize göre bu alımın en önemli etkisi, Abbott'ın yerleşik ağlarını kullanarak Cologuard'ı çok daha geniş bir kitleye daha efektif bir şekilde yaygınlaştırmak ve ciddi bir ölçek kazandırmak olacaktır. Aynı zamanda şirketin büyümesine ve kar marjlarına hızlı olumlu tesirini de önümüzdeki çeyreklerde göreceğiz.

Olumsuz tarafta ise öncelikle şirketin primli olarak satın alınması, iki şirketin birleşmesinde ne kadar sinerji yaratılabileceği soruları ve bilançoda yaratılan borç yükü yatırımcılarda endişe yaratan konular. Exact Sciences'in giderek daha fazla ölçek ekonomisinin etkisini kullanarak karlılık tarafında bir dönüm noktasına yaklaştığı bir dönemde satın alınması dolayısıyla son 12 aylık rakamlara göre 160x FD/FAVÖK gibi oldukça pahalı bir çarpan söz konusu olsa da, 2026 sonu beklentilerine göre bakıldığında bu rakam üçte birine kadar düşüyor. Şirketin portföyüne eklenen yeni ürün gamının ne kadar rekabet avantajına katkıda bulunacağı da sinerji tarafında bir soru işareti ve kan testi bazlı çalışmalarda örtüşmeler var.



ABT US Equity (Abbott Laboratories) DEBT RATIOS TEMP FA EQ Quarterly 31MAR2014-30JUN2027

Copyright© 2026 Bloomberg Finance L.P.

17-Jun-2026 15:03:36



Abbott'ın bilançosunda son çeyrekteki \$449 milyon M&A masrafları şirketin net karını baskılamakta, operasyonel nakit akımındaki düşüş ve şirket alımının borçlanarak ödenecek olması, bilançoya kısa vadeli bir yük getirmiş durumda. Şirketin son çeyrekte nakit akışında ve borç rasyolarında ciddi bir bozulma söz konusu ancak Exact Sciences'in net nakit ve kar yaratmaya başlayacağı bir senede alınması ile finansallara hızlı katkıda bulunacak olması ve Abbott'ın hali hazırda güçlü nakit yaratma gücü bu kaygıları hafifletiyor. Önümüzdeki çeyreklerde Abbott'ın şirketin ölçeğine olumlu katkısının daha çok hissedilmesi de net kara olan etkiyi daha görünür hale getirecektir.

Sonuç olarak Abbott'ın güçlü nakit yaratma kabiliyetini de göz önüne alınca biz bilançodaki yükü tolere edilebilir olarak görüyoruz. Biz tanı ve diagnostik alanını yapay zekanın katkısı ile ciddi bir büyüme alanı olarak görüyoruz ve ilk etapta pahalı gibi görünse de, Abbott gibi güçlü markalara, defansif karaktere ve güçlü bilançoya sahip bir şirket için yaratılacak ek büyüme katkısının çok daha değerli olduğunu düşünüyoruz.

Finansal tarafta beklentimiz, Exact Sciences'in \$4,2 milyar gelir katkısına ek olarak, şirketin iki sene ortalama %5 organik büyüme ile 2027 sonunda tanı tarafında \$14,2 milyar toplam satış kaydedebileceği, böylelikle tanı alanının toplamda cirodaki payının %25 üzerine ulaşacağı ve bu alanın FAVÖK rakamına \$3,5 milyar katkıda bulunacağı yönünde.

Finansallar, beklentiler ve değerlendirme...

Abbott Labs çeşitli gelir kaynaklarına sahip olsa da, şirketin finansallarına etkisi olan ana iş kolu medikal cihazlar ve bu alandaki hisse grubuna göre hisse bir süredir iskontolu işlem görüyor. Burada şirketin diğer iş kollarının yavaş büyüyen alanlar olması, beslenme tarafındaki davalar, Exact Sciences alımının yarattığı belirsizlik gibi bazı kaygılar değerlemelerde baskı yaratıyor. Ancak biz bu dinamiklerin 2026 senesinin ikinci yarısında değişeceğini ve şirketin değerlendirme çarpanlarında bir genişleme yaşanacağını düşünüyoruz. Önümüzdeki iki sene inorganik büyümenin de etkisi ile tanı ve medikal cihazlar alanı şirketin gelirlerinin yaklaşık %73'ünü oluşturabilir.

Şirketin 2026 senesinde \$51,8, 2027 senesinde toplam \$55,8 milyar gelir yaratacağını ve önümüzdeki iki sene FAVÖK ve net kar marjlarının açılarak sırasıyla ortalama %28 ve %19 seviyelerinde gerçekleşeceğini ve önümüzdeki iki sene ortalama \$15 milyar FAVÖK yaratılacağını öngörüyoruz.

Abbott'a atfedeceğimiz kar çarpanını hesaplarken, önümüzdeki senelerde ağırlıklı olarak tanı ve medikal teknoloji iş kollarından gelir elde edeceğini ve önümüzdeki iki sene gelirlerinin sadece %25'ini jenerik ilaçlar ve beslenme gibi daha defansif, yavaş büyüyen ve düşük çarpanlarla işlem gören alanlardan geleceğini öngörüyoruz. Buna göre farklı iş kollarını farklı değerlendirme çarpanlarına tabi tuttuğumuzda ve gelirlerin ağırlıklı ortalamasına göre bir hesaplama yaptığımızda 15x ileri FD/FAVÖK çarpanını buluyoruz. Bu oranın son 5 senelik ortalamasının 15,44 olarak gerçekleştiği, tanı alanındaki büyüme potansiyeli ve önümüzdeki dönemde sağlık hisselerinin yeniden fiyatlanması ve teknolojiye daha defansif alanlara doğru fon akımlarının hızlanmasının şirketin değerlendirme çarpanlarında bir miktar genişleme yaratabileceği gibi dinamikleri göz önüne alarak şirkete 15,5 x ileri FD/FAVÖK çarpanı atfetmenin makul olacağını düşünüyoruz.

| | Ort Satış Büyümesi (3 sene) | Ort Kar Büyümesi (3 sene) | | Ort Satış Büyüme Beklentisi (1 sene) | Ort Kar Büyüme Beklentisi (1 sene) | FD/FAVÖK (son 2ç + ileri 2ç) | Prim/İskonto |
|------------------------|-----------------------------|---------------------------|--|--------------------------------------|------------------------------------|------------------------------|--------------|
| Abbott Laboratories | 0,71% | 11,81% | | 13,56% | 33,49% | 13,80x | -2,53 |
| Medikal Teknoloji ort. | 7,77% | 13,68% | | 15,06% | 19,58% | 16,33x | |

| | Satış kırılımı | ort ileri beklentisi | FD/FAVÖK | AO oran |
|-----------------|----------------|----------------------|----------|---------|
| Med tech + Tanı | 73,00% | 16,33 | | |
| Beslenme | 11,00% | 12,2 | 15,02 | |
| Jenerik İlaçlar | 16,00% | 11 | | |

Böylelikle önümüzdeki iki senelik harmanlanmış FAVÖK rakamını dikkate alarak önümüzdeki 12 ay için \$118'lik bir hedefin makul olacağını düşünüyoruz. Hissenin %2,64 beklenen temettü verimini de kattığımızda, hissede %27'ye yakın, cazip bir yükseliş potansiyelinin ortaya çıktığını düşünüyoruz.

Sonuç olarak Abbott'ın geçtiğimiz sene içerisinde gerek sektörel, gerek makro, gerekse de şirket spesifik sıkıntılar nedeniyle finansallarındaki zayıflama, hisse senedinde fazlasıyla hissedildi. Biz önümüzdeki dönemde bu rüzgarların tersine döneceğini, beslenme tarafında fiyat ayarlamalarının etkisinin normalleşeceği ve senenin ikinci yarısında hacim artışı ile olumsuz etkinin bertaraf edileceğini, tanı tarafında yapay zekanın ve Exact Sciences alımının bilançodaki olumsuz etkisinin yaratılan nakit ve kar büyümesi ile telafi edileceğini, tıbbi cihazlar tarafında GLP-1 endişelerinin abartıldığını ve hissede bir toparlanma yaşanacağını düşünüyoruz.

Önümüzdeki iki senelik harmanlanmış faiz, amortisman ve vergi öncesi kâr beklentilerimize, 15,5x ileri FD/FAVÖK çarpanı uyguladığımızda bulduğumuz değer, **önümüzdeki 12 ay için %27'ye yakın temettü dahil toplam getiriye** işaret ediyor. Önümüzdeki dönemde sağlık sektörüne fon akışlarının hızlanacağı beklentimizi de göz önüne aldığımızda, hisseyi \$95 seviyelerinde alım için cazip buluyoruz.

Intuitive Surgical Inc. (ISRG) ...

Medikal teknolojiye büyüme odaklı bir yaklaşımla baktığımızda, önümüzdeki dönemde yapay zekadan olumlu etkilenecek büyümeye devam edecek en önemli alanlardan bir tanesinin robotik cerrahi olduğunu düşünüyoruz. Intuitive Surgical, “da Vinci” sistemleri ile son 20 sene bu alanı domine ederek kendisine önemli bir rekabet avantajı sağlayan, önümüzdeki dönemde gerek yeni keşfedilecek cihaz ve yazılımlarla, gerekse de **binlerce ameliyattan elde edilen verilerin analiz edilerek çok daha efektif ve doğru cerrahi pratiğin standartlaşması ve makinalar tarafından uygulanabilir hale gelmesi** ile cerrahi operasyonlar alanında ayak izini artıracak bir şirket.

Tekrar eden gelirler, sağlıklı büyüme profili ve rekabet avantajı...

Her ne kadar son dönemde J&J ve Medtronic gibi şirketlerle sektörde rekabet artmış olsa da, biz Intuitive Surgical'ı bu yarışta önde götürme konusunda avantajlı görüyoruz ve sektör lideri olarak yeniliklere önder olmaya devam edebileceğini düşünüyoruz. Şirket da Vinci platformunun yanı sıra, akciğer kanserinin erken teşhisinde ve ilgili lezyonlardan örnek alınmasında kullanılan Ion platformlarını da son senelerde piyasaya sürerek J&J ile bu alanda rekabet etmeye başladı.

Şirketin ana gelir kaynakları hizmetler, sistemler, enstrümanlar ve aksesuarlar olmak üzere üçe ayrılırken, esas olarak karlılığa etki eden faktör, cihaz satışlarından ziyade prosedürlerde kullanımına göre tekrar temin edilmesi gereken enstrüman ve aksesuarlar. Nitekim **satışların yaklaşık %86'sı yüksek marjlı yinelenen gelirlerden** geliyor.

- ✓ Tekrar eden gelirlerde aksesuar ve enstrümanlar gibi **kullanım dolayısıyla değiştirilmesi gereken parçalar toplamın yaklaşık %60'ını oluşturarak, tekrar eden gelirlerin güçlü kalmasını** sağlıyor. Şirket ameliyatların çeşidine ve ne kadar kompleks olduğuna bağlı olarak ameliyat başına bu yardımcı cihazlardan \$800-\$3,600 arasında gelir elde edebiliyor. Sistemlerin servis ve hizmet gelirleri ise daha sınırlı bir yere sahip.
- ✓ Sistem satışları 2025 senesinde şirketin gelirlerinin %25'ini oluştururken, bu alanın esas önemli katma değeri, kurulu sistem sayısı arttıkça, yüksek marjlı enstrüman ve aksesuar satışlarının da artması ve burada yaratılan karın ölçek etkisi ile giderek büyümesi.

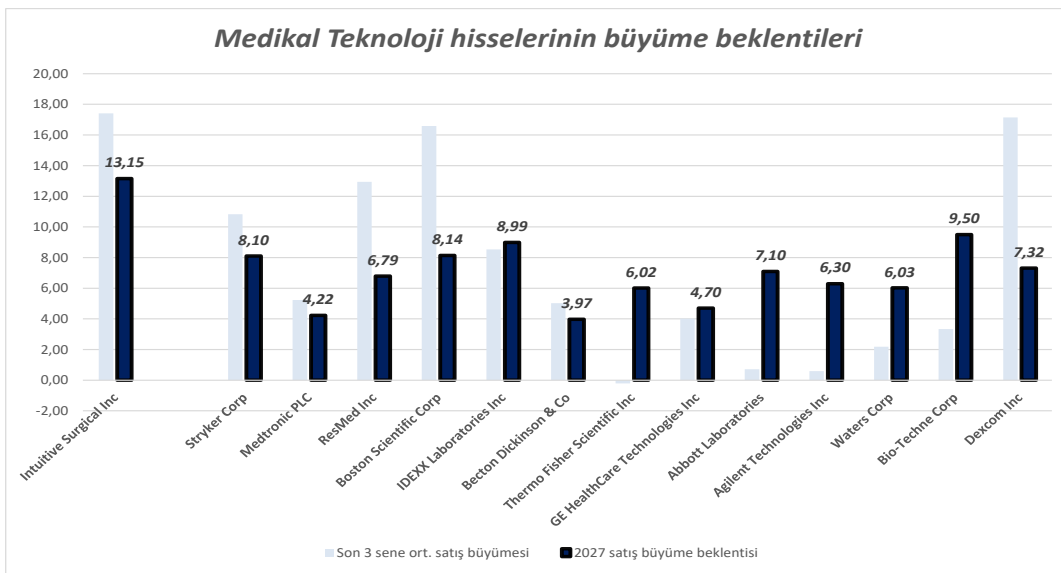
| Intuitive Surgical ISRG US | 2023 31.12.2023 | 2024 31.12.2024 | 2025 31.12.2025 | 2026t 31.12.2026 | 2027t 31.12.2027 |
|-------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|---------------------|---------------------|
| Satışlar | 7.124,10 | 8.352,10 | 10.064,70 | 11.710,57 | 13.232,62 |
| Büyüme YoY | 14,49% | 17,24% | 20,51% | 16,35% | 13,00% |
| Cerrahi Ürünler | 5.956,30 | 7.045,00 | 8.492,60 | 9.888,05 | 11.221,40 |
| % Toplam gelirdeki pay | 83,61% | 84,35% | 84,38% | 84,44% | 84,80% |
| Büyüme YoY | 14,59% | 18,28% | 20,55% | 16,43% | 13,48% |
| Enstrümanlar ve Aksesuarlar | 4.276,60 | 5.079,00 | 6.018,90 | 7.053,75 | 8.050,29 |
| % Segment içerisindeki payı | 71,80% | 72,09% | 70,87% | 71,34% | 71,74% |
| Büyüme YoY | 21,57% | 18,76% | 18,51% | 17,19% | 14,13% |
| Sistemler | 1.679,70 | 1.966,00 | 2.473,70 | 2.795,61 | 3.135,65 |
| % Segment içerisindeki payı | 28,20% | 27,91% | 29,13% | 28,27% | 27,94% |
| Büyüme YoY | -0,02% | 17,04% | 25,82% | 13,01% | 12,16% |
| Hizmetler | 1.167,80 | 1.307,10 | 1.572,10 | 1.817,60 | 2.051,55 |
| % Toplam gelirdeki pay | 16,39% | 15,65% | 15,62% | 15,52% | 15,50% |
| Büyüme YoY | 14,02% | 11,93% | 20,27% | 15,62% | 12,87% |
| Kurulumlar | | | | | |
| da Vinci Sistemi- Total | 8.606,00 | 9.902,00 | 11.106,00 | 12.446,21 | 13.835,94 |
| ABD | 5.111,00 | 5.807,00 | 6.364,00 | 6.895,34 | 7.455,02 |
| ABD dışı | 3.495,00 | 4.095,00 | 4.742,00 | 5.365,67 | 5.988,22 |

Kaynak: Bloomberg

Yapay zekanın etkinleştirebileceği iş modeli, büyüme profilini güçlü tutuyor...

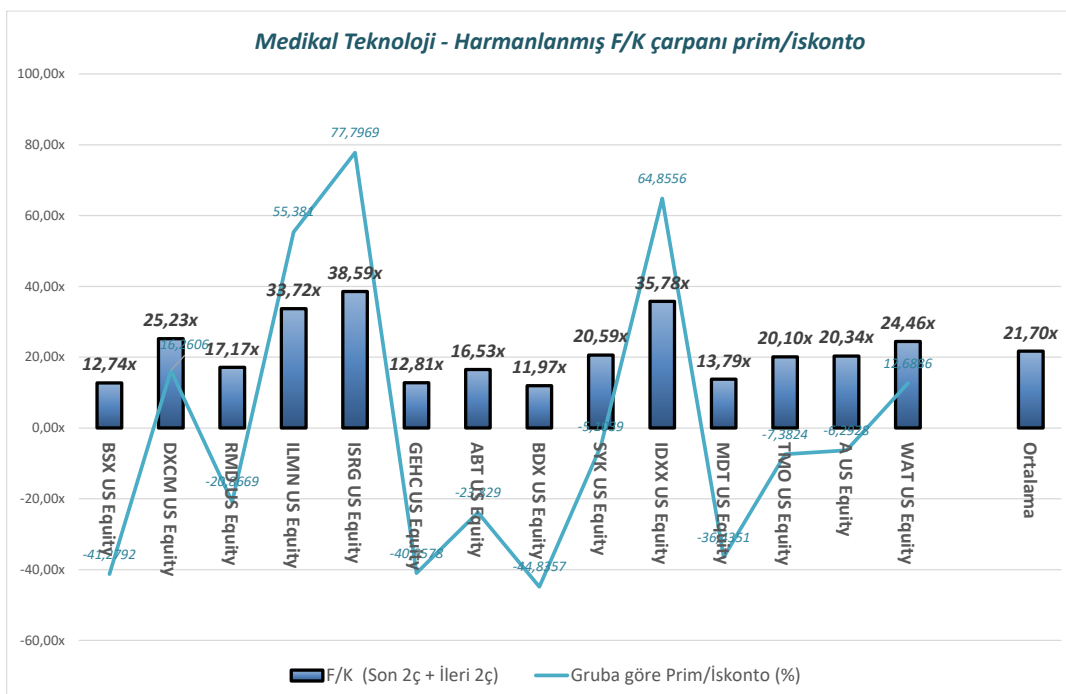
Şirketin büyüme ivmesine baktığımızda, Intuitive Surgical son üç senede ortalama %17,41 satış büyümesine ulaşırken, şirketin 2026'da %16, 2027'de %13 satış büyümesi sergilemesi bekleniyor. Sektör içerisinde şirketlerin büyüme profiline baktığımızda Intuitive Surgical, geçmiş üç sene sektörün çok üzerinde büyüme ivmesi yakalarken, önümüzdeki dönemde de biz bu nispeten güçlü performansın satış ve kar büyümesi anlamında devamını bekliyoruz.

Burada sektör hisselerinin önemli bir kısmı yukarıda Abbott Labs için bahsettiğimiz obezite ilaçlarının hasta ve ameliyat sayısını aşağıya çekme potansiyelinden olumsuz etkilenirken, bunu özellikle gelir kaynakları çeşitli olmayan ve diyabet ölçümü gibi obezite ilaçlarının etkisini görmeye başlayan alanlarda cihaz üreten Dexcom gibi şirketlerin finansallarında artan şekilde hissediyoruz. Nitekim aşağıda Intuitive Surgical'a en yakın büyüme ivmesi olan Dexcom'a yönelik gelecek büyüme beklentilerinin ciddi şekilde aşağıya çekildiğini ve hisselerin de geçmiş büyüme profiline göre çok ucuz çarpanlarla işlem gördüğünü takip ediyoruz.



Geçmişe göre daha makul seviyelerde olsa da, oldukça pahalı çarpanlar...

Şirketin süregelen rekabet avantajı, güçlü büyüme profili, genişleyen adreslenebilir marketi ve korunmalı iş modeli, hisselerin de sektöre göre oldukça primli değerlemelerle işlem görmesine olanak sağlıyor. Nitekim aşağıda sektör hisselerinin harmanlanmış F/K çarpanlarını incelediğimizde Intuitive Surgical'ın (38.6x) benzerlerine göre oldukça yüksek bir değerlendirme primi ile işlem gördüğünü (sektör ortalamasının %77 üzerinde) takip ediyoruz. Ancak biz yapay zekanın iş modeli üzerinde etkinleştirici olacağı beklentisi ve obezite ilaçlarının yıkıcı etkisinden şirketin nispeten daha az zarar göreceği düşüncesi ile önümüzdeki dönemde bu primin korunacağını düşünüyoruz.



Nitekim son 5 seneyi incelediğimizde de hissenin sürekli olarak sektör ortalamasının üzerinde primli işlem gördüğünü, bu primin son dönemde tarihsel ortalamaya yakınsadığını görüyoruz. 2021 senesinde ortalamaya yaklaşmanın ana nedeni, pandeminin yarattığı belirsizlik ve o dönemde COVID ile alakalı durumlar haricinde hastanelerden uzak durulması ve acil olmayan, isteğe dayalı prosedürlerin ertelenmesiyle gerileyen operasyon sayısıydı.



Önümüzdeki dönemde karlılığa etki eden faktörlere baktığımızda, şirketin gelir modelinde en beğendiğimiz kısım olan aksesuar ve enstrümanlardan tekrar eden gelirlere yönelik gördüğümüz önemli bir risk, hastane ve kliniklerin giderek sıkışan bütçelerini göz önüne alarak bazı parçalar için daha ucuz benzer ürün tedariği arayışına gitmeleri gördüğümüz önemli bir risk. Diğer taraftan 2024 senesinde onay aldıktan sonra geçtiğimiz sene daha yüksek fiyatlarla satışa sunulan da Vinci 5 platformunun gelirlere katkısı ve daha yoğun kullanım dolayısıyla yan ürünlerdeki gelir artışı da büyüme ivmesine katkıda bulunan bir faktör.

Sektöre büyüme odaklı bakış açısı ile yaklaşan yatırımcılar için cazip bir hisse...

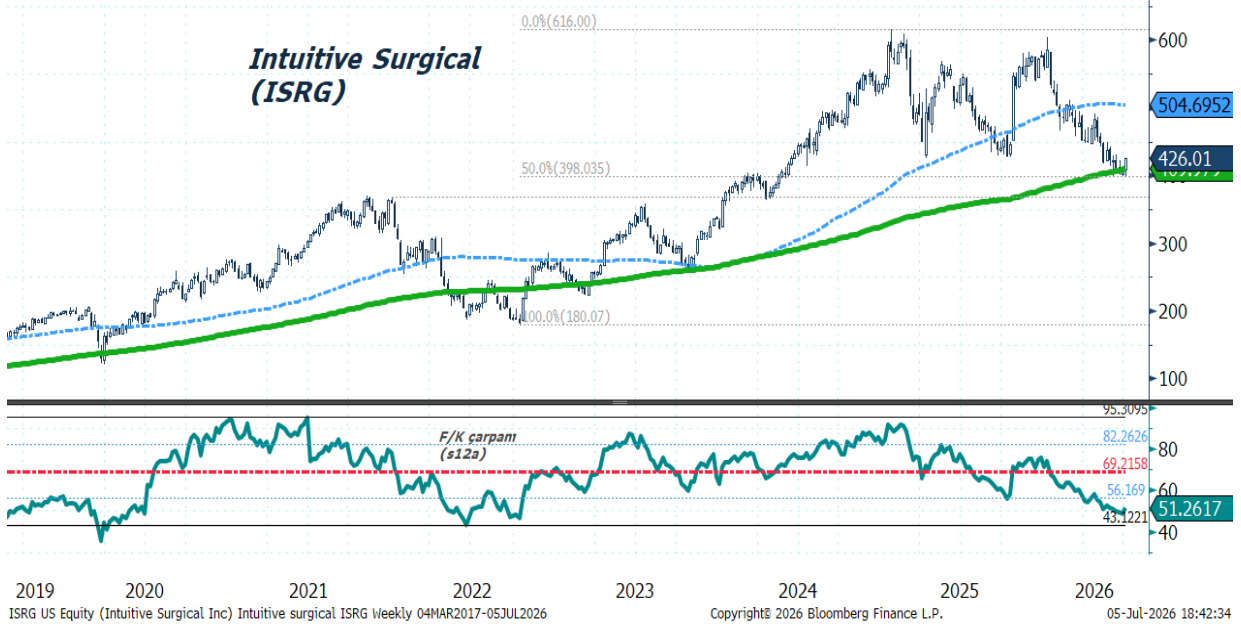
Birinci çeyrekte 232 tanesi "da Vinci 5" olmak üzere 431 da Vinci, 52 lon endoluminal sistemin kurulumunu gerçekleştirildi. Dünya çapında bu sistemlerle gerçekleştirilen operasyon sayısı ilk çeyrekte %17 büyürken, gelirlere henüz çok sınırlı yer tutan lon prosedürleri %39 gibi oldukça güçlü bir büyüme ivmesi kaydetti. Toplam da Vinci kurulu sistem sayısı da birinci çeyrek sonu itibariyle senelik %12 büyüyerek 11,395'e ulaştı.

İlk çeyrekte gelirler senelik %23 artarken, bu büyümede artan operasyon sayısı ve sağlıklı kurulum büyümesinin önemli etkisi vardı. Yukarıda bahsettiğimiz gibi kurulumların büyümesi, şirketin yan ürünler satışlarını da tetiklediği için gelirler üzerinde önemli bir etki yaratıyor. Yaratılan güçlü nakit akımı ağırlıklı olarak hisse geri alımları için kullanılırken, 2,3 milyon hisse yani toplam dolaşımdaki hisselerin %0,6'sı geri alındı.

Değerlemelere baktığımızda Intuitive Surgical güçlü büyüme profili ve sektöre giriş bariyerlerinin yüksek olması nedeniyle tarihsel olarak oldukça pahalı çarpanlarla işlem gören ancak son dönemde sektör hisselerine gelen satışlarla daha makul seviyelere geri çekilmiş, büyüme odaklı yatırımcılar için sektör içerisinde en cazip gördüğümüz hisse senetlerinden bir tanesi.

Hisse rölatif değerlendirme yöntemlerine göre benzerlerine göre oldukça primli çarpanlarla işlem görürken, yukarıda belirttiğimiz gibi bu prim tarihsel ortalamalara paralel seviyelerde. Şirketin geçmişte işlem gördüğü kendi çarpanları ile kıyasladığımızda ise **2027 sonu HBK beklentilerine göre 36x ileri F/K çarpanı yaklaşık %30 iskontoya işaret ediyor ki bu dönemde şirketin rekabet gücü veya büyüme ivmesinde bir kötüye gidiş yaşanmadı.** Mevcut seviyelerdeki bir içsel değer için önümüzdeki dönemde ne kadarlık bir büyümenin fiyatlandığı hakkında fikir sahibi olmak için, **ters İNA yöntemi uyguladığımızda (%10 AOSM, %4 terminal büyüme, mevcut kar marjları) hissenin önümüzdeki 5 sene satışlarını %16 YBBO ile büyütmesi gerektiğini buluyoruz.**

Bu bize göre ISRG için son derece ulaşılabilir bir seviye, hatta ekonominin önemli bir resesyona girmemesi, hastane bütçelerinin Demokratların kongreye gelmesi ile düzelmesi durumunda şirketin bunun da üzerinde bir ortalama büyüme oranı yakaladığını da görebiliriz. Dolayısıyla biz her ne kadar pahalı olsa da, **Intuitive Surgical'ı büyüme profiline ve gelecek potansiyeline göre cazip buluyoruz ve hissenin özellikle büyüme odaklı yüksek riski tolere edebilen yatırımcıların portföylerinin spekülatif kısımlarına dahil edilebileceğini düşünüyoruz.**





ÇEKİNCE:

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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübeye uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.