

MLP Sağlık

Endeks Üzerinde Getiri

Destekleyici tarifeler ve maliyet tasarrufları 2026'da maliyet baskılarını gölgede bırakacak

Analist: Aytunc Uz

aytunc.uz@akyatirim.com.tr

Güncellenen tahminlerimizle 12 aylık hedef fiyatımızı 535 TL'den 655 TL'ye yükseltiyor, tavsiyemizi "Endeks Üzerinde Getiri" olarak koruyoruz. Görüşümüz, MLP Sağlık'ın (MLP) 2026'da hem artan hasta trafiği hem de tedavi fiyatlarındaki reel artışın katkısıyla net satışlarda %8 reel büyüme yakalayabileceğine ve doktor maliyetlerindeki artışı, maliyet tasarrufları ile destekleyici tarife artışları sayesinde telafi edebileceğine olan güçlü kanaatimizi yansıtmaktadır. Bu çerçevede, yatırım tezimizin temel dayanakları şunlardır: **(i)** Sosyal Güvenlik Kurumu (SGK) tarifelerinde yakın zamanda açıklanan yaklaşık %30'luk artış ile birlikte, 2026'da Türk Tabipleri Birliği (TTB) tarifelerinde ortalama %37 artış beklentimiz, **(ii)** personel verimliliğinde iyileşme ve **(iii)** güçlenen Türk Lirası nedeniyle rekabet avantajının ortadan kalktığı yabancı sağlık turizmi (YST) segmentinde devam eden maliyet optimizasyonudur.

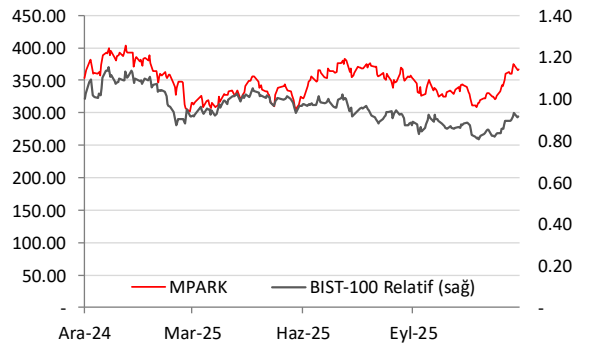
Yeni lisanslama düzenlemeleri sektörde konsolidasyonu teşvik etmektedir. Ocak 2026'da yürürlüğe girecek düzenlemeler, yeni lisans alımlarını ve mevcut lisans devirlerini sınırlandırırken, küçük ölçekli şirketleri 2025 sonuna kadar süresi dolacak kullanılmayan lisanslarını büyük oyunculara satmaya teşvik etmektedir. Yönetim, 2025 sonuna kadar 8–12 yeni hastane için onay almayı hedeflemekte olup, şirketin büyüme stratejisine ilişkin daha fazla detayı 2026'nın başında paylaşmasını bekliyoruz. Yeni hastanelerin potansiyel katkısını modelimize dahil etmedik.

Maliyet tasarrufları ve destekleyici tarifeler, 2026 yılında düzenlemeler kaynaklı maliyet baskılarını fazlasıyla telafi edecektir. 1 Temmuz 2026'da yürürlüğe girecek bordro düzenlemesinin 3Ç26'da doktor maliyetleri/net satışlar oranını 200 baz puan artıracığını, ilk tam yıl etkisinin ise 2027'de görüleceğini öngörüyoruz. Personel verimliliğinde elde edilen kazanımların 2026'da korunacağını ve bunun doktor maliyetlerindeki artışı sınırlayacağını bekliyoruz. Buna ek olarak, YST pazarlama giderlerinin net satışlara oranındaki düşüşün 2028'e kadar devam edeceğini tahmin ediyoruz. Bu çerçevede, FAVÖK marjının %28,1'e (+50 baz puan) yükselmesini ve 2026'da FAVÖK'te %10 reel büyüme elde edilmesini bekliyoruz.

Cazip değerlendirme. MLP, 2026T 3,7x FD/FAVÖK ve 8,1x F/K seviyelerinde işlem görmekte olup, bu seviyeler benzerlerine kıyasla sırasıyla %69 ve %56 iskontoya işaret etmektedir.

Riskler. 1) Beklentilerin altında hasta trafiği, 2) SGK ve TTB kaynaklı tarife artışlarının beklentilerin altında kalması ve 3) Mevcut hastanelerde yürütülen iyileştirme sürecinin öngörülenden uzun sürmesi.

Bloomberg Kodu	MPARK TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	655.00 (önceki 535.00)			
Güncel Fiyat, TL	366.50			
Getiri Potansiyeli	79%			
Halka Açıklık Oranı	42%			
Piyasa Değeri, mn TL	70,006			
Firma Değeri, mn TL	82,452			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	39,690	54,872	74,260	95,456
FAVÖK, mn TL	10,203	15,169	20,872	26,306
Net Kâr, mn TL	5,210	5,767	8,669	12,013
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	5,261	13,232	7,002	-1,434
Net Borç/FAVÖK	0.5	0.9	0.3	-0.1
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	25.7%	27.6%	28.1%	27.6%
Net Marj	13.1%	10.5%	11.7%	12.6%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Büyüme				
Ciro, y/y	76.8%	38.3%	35.3%	28.5%
FAVÖK, y/y	76.4%	48.7%	37.6%	26.0%
Net Kâr, y/y	15.0%	10.7%	50.3%	38.6%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	11.1	12.1	8.1	5.8
FD/FAVÖK	6.2	5.5	3.7	2.6
FD/Ciro	1.6	1.5	1.0	0.7
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	14.9%	3.2%	-2.5%	-4.1%
BİST-100 Relatif	11.2%	3.5%	-16.9%	-16.5%
AOİH, mn TL	241	250	225	226



Piyasa verileri 23 Aralık 2025 tarihliidir.

MLP Sağlık, TFRS Finansalları, TRY mn

Gelir Tablosu (TRY mn)	2024	2025T	2026T	2027T
Satış Gelirleri	39,690	54,872	74,260	95,456
Brüt Kar	10,859	15,714	21,002	26,228
Operasyonel Giderler	-3,367	-4,714	-5,959	-7,415
Faaliyet Karı	7,492	11,000	15,043	18,813
FAVÖK	10,203	15,169	20,872	26,306
Faaliyetlerden Diğer Gelir / (Gider)	-284	-1,182	-1,548	-1,915
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	1,839	431	-7	-10
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	0	0	0	0
Finansal Gelir / (Gider)	-1,225	-2,280	-1,306	34
Vergi Öncesi Kar	7,744	8,867	12,549	17,290
Vergi Geliri / (Gideri)	-1,958	-2,526	-3,137	-4,322
Azınlık Payları	576	574	743	955
Net Kar	5,210	5,767	8,669	12,013
Hisse Başı Net Kar	27.3	30.2	45.4	62.9
Hisse Başı Temettü	0.0	0.0	0.0	0.0
Temettü Dağıtım Oranı	0%	0%	0%	0%

Bilanço (TRY mn)	2024	2025T	2026T	2027T
Dönen Varlıklar	11,188	21,249	31,584	45,387
Nakit ve Nakit Benzerleri	2,728	7,768	14,048	22,541
Ticari Alacaklar	6,087	9,140	11,570	15,054
Stoklar	1,004	1,503	2,075	2,729
Diğer Dönen Varlıklar	1,370	2,838	3,892	5,064
Duran Varlıklar	36,104	54,995	60,955	67,865
Maddi Duran Varlıklar	28,793	42,964	44,456	46,397
Diğer Duran Varlıklar	7,311	12,032	16,499	21,468
Toplam Varlıklar	47,291	76,244	92,539	113,252
Kısa Vadeli Yükümlülükler	13,179	13,658	17,919	22,751
Finansal Borçlar	4,073	2,406	2,412	2,419
Ticari Borçlar	5,991	8,115	11,205	14,735
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,115	3,137	4,302	5,597
Uzun Vadeli Yükümlülükler	10,579	27,200	30,439	34,043
Finansal Borçlar	3,916	18,594	18,638	18,688
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	6,664	8,606	11,801	15,355
Özkaynaklar	23,534	35,386	44,182	56,458
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	22,627	33,694	41,795	53,168
Toplam Kaynaklar	47,291	76,244	92,539	113,252

Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

Nakit Akım Tablosu (TRY mn)	2024	2025T	2026T	2027T
Net Kar	5,210	5,767	8,669	12,013
Amortisman ve İtfa Payları	2,711	4,169	5,829	7,493
İşletme Sermayesindeki Değişim	-448	-1,428	88	-608
Sabit Sermaye Yatırımları	-3,540	-9,601	-7,426	-9,546
Temettü Ödemeleri	0	0	0	0
Finansal Borç Değişimi	-754	13,011	50	57
Diğer Nakit Değişimi	-4,511	-6,879	-930	-916
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-1,333	5,041	6,279	8,494

Büyüme	2024	2025T	2026T	2027T
Satış Gelirleri	22.5%	5.6%	8.3%	5.4%
Brüt Kar	17.0%	10.5%	7.0%	2.4%
Operasyonel Giderler	6.5%	6.9%	1.2%	2.0%
Faaliyet Karı	22.3%	12.1%	9.4%	2.5%
FAVÖK	22.2%	13.6%	10.1%	3.3%
Net Kar	-20.3%	-15.5%	20.3%	13.6%

Karlılık	2024	2025T	2026T	2027T
Brüt Kar Marjı	27.4%	28.6%	28.3%	27.5%
Operasyonel Gider Marjı	8.5%	8.6%	8.0%	7.8%
Faaliyet Kar Marjı	18.9%	20.0%	20.3%	19.7%
FAVÖK Marjı	25.7%	27.6%	28.1%	27.6%
VÖK Marjı	19.5%	16.2%	16.9%	18.1%
Net Kar Marjı	13.1%	10.5%	11.7%	12.6%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	29.5%	20.5%	23.0%	25.3%
Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	24.6%	21.9%	23.9%	27.3%

Borçluluk	2024	2025T	2026T	2027T
Net Borç (Nakit)	5,261	13,232	7,002	-1,434
Net Borç / FAVÖK	0.5	0.9	0.3	-0.1
Faaliyet Karı / Net Faiz Gideri (Geliri)	2.7	3.3	6.9	27.1

Faaliyetler	2024	2025T	2026T	2027T
Hastane Sayısı	35	37	37	37
Yatak Sayısı	6,300	7,175	7,175	7,175
Hasta Sayısı	5,770	5,741	5,885	6,061

YATIRIM TEMASI

Maliyet düşürücü önlemler ile destekleyici tarife dinamiklerinin birleşimi, 2026 yılında düzenlemelerden kaynaklanan maliyet baskılarını fazlasıyla telafi edecektir

Tarifelerde reel artış: Mayıs 2024'teki yaklaşık %50'lik artışın ardından, SGK tarifeleri Aralık 2025'te yaklaşık %30 artırılmış olup bu artış Ocak 2026'dan itibaren geçerlidir. Buna bağlı olarak, 2025 yılında SGK tarifelerinde herhangi bir değişiklik yapılmamıştır. Öte yandan, TTB tarifeleri 2025'te Ocak ve Temmuz aylarında ayrı ayrı %20 olmak üzere iki kez artırılmıştır. 2026'da, TTB'den Ocak'ta %20, Temmuz'da %10 artış bekliyoruz. 2027'de, SGK'dan Ocak'ta %25; TTB'den ise Ocak'ta %17 ve Temmuz'da %10 artış öngörüyoruz. İlave maliyet baskılarının 2027'de tamamlanacağını dikkate alarak, 2028'den itibaren SGK ve TTB tarifelerinin TÜFE eğilimlerine paralel artacağını tahmin ediyoruz. 2026'da, hasta trafiğinde yıllık %2,5 artış ve tedavi fiyatlarında yıllık %34 artış ile net satışlarda yıllık %8 reel büyüme bekliyoruz. 2027'de ise hasta trafiğinde yıllık %3,0 artış ve tedavi fiyatlarında yıllık %26 artışa karşılık net satışlarda yıllık %5 reel büyüme öngörüyoruz.

Personel verimliliğinde iyileşme: MLP'nin temel stratejisi, hasta kioskları gibi self-servis teknolojileri devreye alarak rutin idari süreçleri otomatikleştirmek ve böylece idari personele olan bağımlılığı azaltmaktır. 3Ç25'te MLP, çalışan sayısını yıllık %8 azaltırken, yatak kapasitesini yıllık %6 artırmıştır. Bu gelişmeler sonucunda, yatak başına çalışan sayısı 3Ç25'te yıllık %14 düşerek 1,86x seviyesine gerilemiştir. 4Ç25'te verimlilik artışının devam edeceğini ve yatak başına çalışan sayısının 1,80x'e düşmesini bekliyoruz. 2026'da ise bu oranın 1,80x seviyesinde yatay kalacağını ve bunun doktor maliyetlerindeki artışı dengelemeye yardımcı olacağını öngörüyoruz. 2027'den itibaren, hizmet kalitesini dikkate alarak, yatak başına çalışan sayısını yıllık %3,0 hasta hacmi büyüme varsayımımıza paralel şekilde artırıyoruz.

Daralan YST segmentinde maliyet optimizasyonu: Türk Lirası'nın reel değer kazanmasıyla YST faaliyetlerinde 2023'ten itibaren reel gerileme başladı. YST odaklı sponsorluk ve reklam giderlerinin net satışlara oranı 2022'de %4,4 iken, 2023'te %3,6'ya, 2024'te %2,5'e, 9A25'te ise %1,9'a geriledi. YST segmentindeki zayıf görünümün devam edeceğini varsayarak, bu oranın 2025'te %1,9'a, 2026'da %1,7'ye, 2027'de ise %1,5'e düşmesini bekliyoruz.

Dolayısıyla, tarife artışları ve maliyet azaltıcı önlemler ortaya çıkan maliyet baskılarını fazlasıyla telafi edecektir: 1 Temmuz 2026 itibarıyla doktor ücretlerinin bordro sistemine taşınmasını zorunlu kılan düzenleyici değişikliğin faaliyet giderleri üzerinde yukarı yönlü baskı yaratacağını öngörüyoruz. Daha önce özel sektörde birçok doktor serbest meslek modeli ile çalışıyordu; bu yapı, gelirin farklı bir vergi oranına tabi olması ve bazı giderlerin yasal olarak düşülebilmesi sayesinde doktorların toplam vergi yükünü azaltıyordu. Yeni düzenleme ile doktor gelirleri bordro sistemine alınacak, daha yüksek artan oranlı gelir vergisine tabi olacak ve brüt gelir üzerinden SGK primleri ödenecektir. Bu çerçevede, 3Ç26'dan itibaren doktor maliyetleri/net satışlar oranında 200 baz puan artış bekliyoruz. İlk tam yıl etkisinin ise 2027'de ortaya çıkacağını öngörüyoruz.

Sektördeki konsolidasyon değerlememiz için yukarı yönlü potansiyel sunmaktadır

2025'in başında yayımlanan yeni düzenlemeler ve MLP'nin güçlü bilançosu, şirketi sektördeki konsolidasyonun başlıca faydalanıcılarından biri konumuna getirmektedir. Ocak 2026'dan itibaren yürürlüğe girecek lisans düzenlemeleri, yeni hastane lisanslarını kısıtlamakta ve mevcut lisansların devrini engellemektedir. Yeni kurallar, 2025 sonunda süresi dolacak kullanılmayan lisansların küçük ölçekli oyuncular tarafından daha büyük şirketlere devredilmesini teşvik etmektedir. Yönetim, 2025 sonuna kadar 8–12 yeni hastane için onay alacağına dair güvenini ifade etmiştir. Büyüme planına ilişkin daha fazla detayın 2026'nın başında açıklanmasını bekliyoruz.

MLP, 3Ç25'i 35 hastane ve 6.700 yatak kapasitesiyle tamamladı. 4Ç25'te ise portföyüne 75 yataklı Özel İstanbul Onkoloji Hastanesi ile Gaziosmanpaşa'da bulunan 400 yataklı İstinye Üniversitesi Tıp Fakültesi Hastanesi olmak üzere iki yeni hastane ekledi. Bu iki hastanenin de dahil edilmesiyle MLP, 2025 yılını toplam 37 hastane ve 7.175 yatak kapasitesiyle kapatacaktır (hastane başına ortalama 194 yatak).

Şirketin önümüzdeki 3–5 yıl içinde, ortalama 200–250 yatak kapasiteli 8–12 hastane ekleyeceği varsayımı altında, genişleme stratejisinin 2025 sonuna kıyasla toplam kapasitede %22–42 aralığında artış sağlayabileceğini hesaplıyoruz. Bu potansiyel etkiyi mevcut değerlememize dahil etmiyoruz.

Temettü politikasında olası bir değişiklik de ek bir katalizör niteliğindedir

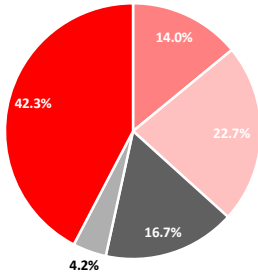
MLP, halka arzından bu yana nakit temettü ödemesi gerçekleştirmemiştir. Dağıtılmamış kârlar 2023'e kadar negatif seviyede seyretmiş ve bu durum temettü ödemelerini engellemiştir. Yönetim, 2026 yılında temettü ödemesi yapılmayacağını belirtmiştir. İlk olası temettü ödemesinin 2027'de gerçekleşebileceğini düşünüyoruz. Temettü ödemeleri, operasyonel performans ve yeni hastanelere yönelik yapılacak yatırım harcamalarının düzeyine bağlı olacaktır.

TURKVEN'in çıkış planı

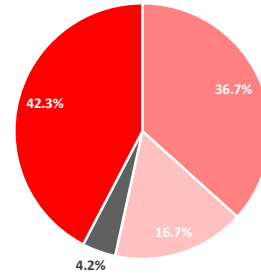
Ağustos 2025'te gerçekleştirilen hisse satış işlemi öncesinde Lightyear (TURKVEN), TRY47,1 milyon A grubu ve TRY28,7 milyon B grubu hisseye sahip olup, MLP'deki sahiplik oranı %39,7 seviyesindeydi. 4 Ağustos 2025'te Lightyear, B grubu hisselerinin %15'ini, önceki günün kapanış fiyatına göre %12,6 iskontoyla, hisse başına 335 TL fiyatla hızlandırılmış talep toplama yöntemiyle sattı. Buna ek olarak, Lightyear sahip olduğu %10,6'lık payı, MLP'nin Yönetim Kurulu Başkanı ve CEO'su Muharrem Usta'ya ait FOM Group'a devretti. Lightyear, kalan %14'lük payını ise Eylül 2026'ya kadar doğrudan ya da bağlı şirketler aracılığıyla Muharrem Usta'ya satacaktır. İşlemin ardından, TURKVEN'i temsilen yönetim kurulunda yer alan Sayın Seymur Tarı ve Sayın Hatice Hale Özsoy Bıyıklı görevlerinden ayrılmıştır. Boşalan yönetim kurulu üyeliklerine, genel kurul onayına tabi olmak üzere, Sayın Adem Elbaşı ve Sayın Murat Uysal atanmıştır. TURKVEN'in olası pay satışı uzun süredir hisse fiyatı üzerinde bir iskonto unsuru oluşturmuyordu. Ortaklık yapısına ilişkin belirsizliklerin ortadan kalkmasıyla, bu iskontonun zamanla ortadan kalkmasını bekliyoruz.

Tablo 1: Ortaklık Yapısı - 3Ç25

Tablo 2: Ortaklık Yapısı - 3Ç26T



■ Lightyear (TURKVEN) ■ Usta Ailesi & FOM Grubu ■ Sancak İnşaat ■ Elbaşı Ailesi ■ Halka Açık



■ Usta Ailesi & FOM Grubu ■ Sancak İnşaat ■ Elbaşı Ailesi ■ Halka Açık

Kaynak: Şirket verileri, Ak Yatırım Araştırma

Kaynak: Şirket verileri, Ak Yatırım Araştırma

RİSKLER**Zayıf hasta trafiği**

2014–2023 döneminde (mevcut verilerin son 10 yılı), Türkiye’de hasta sayısı yıllık bileşik %3,3 oranında artarken, reel GSYH yıllık bileşik %5,0 büyümüştür. Buna karşılık, 2014–2019 döneminde (COVID-19 öncesi) hasta sayısı daha güçlü bir seyir izleyerek yıllık bileşik %5,1 artmış; aynı dönemde reel GSYH’nin yıllık bileşik büyümesi %4,3 seviyesinde gerçekleşmiştir. COVID-19 sonrasında gözlenen hasta sayısı artışındaki yavaşlamanın, ağırlıklı olarak artan tedavi maliyetlerinden kaynaklandığını düşünüyoruz.

Türkiye Sigorta Birliği verilerine göre, 2015–2024 döneminde (mevcut verilerin son 10 yılı) özel sağlık sigortası poliçe sayısı yıllık bileşik %3,0 artarken, nüfus artışı yıllık bileşik %1,1 seviyesinde kalmıştır. Aynı dönemde tamamlayıcı sağlık sigortası (TSS) poliçeleri yıllık bileşik %50 gibi çok güçlü bir artış göstermiştir. 2015–2019 döneminde (COVID-19 öncesi) ise özel sağlık sigortası poliçeleri yıllık bileşik %2,3 artarken, nüfus yıllık bileşik %1,4 büyümüştür. Bu dönemde TSS poliçeleri yıllık bileşik %78 ile dikkat çekici bir büyüme kaydetmiştir. COVID-19 sonrasında poliçe sayılarında büyümenin hızlandığını görüyoruz. Ancak 2025 yılı eğilimleri kısmi bir zayıflamaya işaret etmektedir. 10A25’te, özel sağlık sigortası poliçe sayısı yıllık %2 gerilerken, TSS poliçeleri yıllık %7 artış göstermiştir.

Artan tedavi ve sigorta maliyetleri, sağlık sigortası poliçelerindeki büyümeyi sınırlayarak hasta artış hızını yavaşlatabilir.

SGK ve TTB kaynaklı tarife artışlarının beklentilerin altında kalması

2026 ve 2027 yıllarında hem SGK hem de TTB tarafında tarifelerde reel artış bekliyoruz. 2028’den itibaren ise SGK ve TTB’nin tarifeleri TÜFE eğilimlerine paralel şekilde artıracaklarını öngörüyoruz. Devam eden ücret baskılarına rağmen tarife artışlarının beklentilerin altında kalması ya da hiç gerçekleşmemesi, FAVÖK marjı tahminlerimiz üzerinde belirgin aşağı yönlü risk oluşturacaktır.

Yeni devreye alınan hastanelerde iyileştirme sürecinin beklenenden uzun sürmesi

MLP, 2024’te portföyüne net 6 hastane eklemiştir. Buna ek olarak, 2025’te net 2 hastane artışı ile portföydeki hastane sayısını artıracaktır. Yeni devreye alınan hastanelerde FAVÖK marjının artırılmaması, tahminlerimiz için aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Buna karşılık, yeni hastane lisanslarından sağlanabilecek ilave gelir katkısı, projeksiyonlarımız açısından yukarı yönlü risk teşkil etmektedir.

DEĞERLEME

MLP'nin değerlemesinde yalnızca TL bazlı İNA yöntemini kullanıyor ve bu doğrultuda 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 655 TL olarak belirliyoruz. İNA değerlememiz, 10 yıllık projeksiyon dönemi ve %11,5 terminal büyüme oranı varsayımına dayanmaktadır. Modelimizde iki aşamalı bir AOSM hesaplaması kullanıyoruz: 10 yıllık projeksiyon dönemi için, %22,0 risksiz getiri oranı, %5,5 özsermaye risk primi ve 0,75x beta varsayımlarıyla türetilmiş ortalama %24,8 AOSM; terminal değer için ise %12,5 risksiz getiri oranı, %5,5 özsermaye risk primi ve 1,0x beta varsayımlarına dayalı %16,8 AOSM kullanıyoruz.

Tablo 3: İndirgenmiş Nakit Akımı - TRY mn	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T
Net Satışlar	54,872	74,260	95,456	116,451	139,882	165,858	193,915	223,631	254,760	287,020	320,060
<i>büyüme</i>	38.3%	35.3%	28.5%	22.0%	20.1%	18.6%	16.9%	15.3%	13.9%	12.7%	11.5%
FAVÖK	15,169	20,872	26,306	31,574	37,550	44,043	50,979	58,162	65,492	72,888	80,241
<i>marj</i>	27.6%	28.1%	27.6%	27.1%	26.8%	26.6%	26.3%	26.0%	25.7%	25.4%	25.1%
Vergi	-1,662	-2,633	-3,763	-5,048	-6,643	-7,756	-8,939	-10,152	-11,374	-12,590	-13,779
<i>vergi oranı</i>	-15.1%	-17.5%	-20.0%	-22.5%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
İşletme Sermayesi Değ.	-1,428	88	-608	-630	-695	-760	-809	-837	-854	-862	-857
Yatırım Harcamaları	-9,601	-7,426	-9,546	-11,645	-13,988	-16,586	-19,392	-22,363	-25,476	-28,702	-32,006
Serbest Nakit Akışı	2,479	10,902	12,390	14,252	16,225	18,941	21,840	24,810	27,788	30,735	33,598
İndirgeme Oranı	0.95	0.76	0.61	0.49	0.39	0.31	0.25	0.20	0.16	0.13	0.10
SNA Bugünkü Değeri (2025-2035)	58,697										
Sonsuz Değer	56,258										
Firma Değeri	114,956										
Net Borç	12,212										
UV Finansal Varlık	0										
Gayrimenkul	0										
İştirakler	0										
Geri Alınan Hisseler	1,284										
Azınlık Payları Düzeltme	95.4%										
Değer	99,197										
Hedef Değer	125,112										
Hisse Sayısı	191.0										
Hedef Fiyat - TRY	655.0										

Tablo 4: AOSM	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	Terminal
TL Risksiz Getiri	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	12.5%
Özkaynak Risk Primi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
BBERG Beta	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	1.00
Özkaynak Maliyeti	26.1%	26.1%	26.1%	26.1%	26.1%	26.1%	26.1%	26.1%	26.1%	26.1%	26.1%	18.0%
Borç Primi	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Borçlanma Maliyeti	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	14.5%
Vergi Oranı	-15.1%	-17.5%	-20.0%	-22.5%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	20.4%	19.8%	19.2%	18.6%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	10.9%
Borç Ağırlığı	17.3%	17.4%	17.4%	17.4%	17.4%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%
Özkaynak Ağırlığı	82.7%	82.6%	82.6%	82.6%	82.6%	82.5%	82.5%	82.5%	82.5%	82.5%	82.5%	82.5%
AOSM	25.1%	25.0%	24.9%	24.8%	24.7%	24.7%	24.7%	24.7%	24.7%	24.7%	24.7%	16.8%

Net satışlara ilişkin varsayımlar

Organik hasta büyümesinin reel GSYH büyümesinin altında kalması

Uzun vadede organik hasta büyümesinin, yüksek seyreden tedavi maliyetleri nedeniyle GSYH büyümesinin altında kalacağını öngörüyoruz. 3Ç25'te, portföye net 1 hastane eklenmesine (Medical Park TEM Hastanesi ve İstinye Üniversitesi Liv Hospital Topkapı'nın girişi; Liv Hospital Dubai'nin çıkışı) rağmen, yüksek baz etkisi ve revize edilmemiş tarifeler nedeniyle SGK segmentine daha düşük hizmet verilmesi sonucu hasta sayısı yıllık %2 azaldı. 4Ç25'te yüksek baz etkisinin ortadan kalkmasını, ancak SGK hastalarına yönelik stratejinin devam etmesini bekliyoruz. 4Ç25'te eklenen iki yeni hastanenin katkısıyla birlikte, hasta sayısının 4Ç25'te yıllık bazda yatay seyredeceğini öngörüyoruz. Bu çerçevede, 2025 yılında hasta sayısında yıllık %0,5 düşüş bekliyoruz. 2014–2023 döneminde (mevcut verilerin son 10 yılı), Türkiye'de hasta sayısı yıllık bileşik %3,3 artarken, reel GSYH yıllık bileşik %5,0 büyümüştür. 2014–2019 döneminde (COVID-19 öncesi) ise hasta sayısı yıllık bileşik %5,1 artmış, reel GSYH'nin yıllık bileşik büyümesi %4,3 olmuştur. COVID-19 sonrasında hasta artışındaki yavaşlamanın temel nedeninin artan tedavi maliyetleri olduğunu düşünüyoruz. 2026 yılında 1 Ocak'tan itibaren yürürlüğe girecek tarife güncellemesiyle SGK hastalarına hizmetin artması ve daha önce satın alınan hastanelerin iyileştirme sürecinin etkisiyle hasta sayısında yıllık %2,5 artış bekliyoruz. Uzun vadede ise yıllık %3,0 organik hasta büyümesi öngörüyoruz; bu oran, reel GSYH büyüme tahminimizin 1,5 puan altında kalmaktadır.

Yüksek seyreden tedavi maliyetleri ortamında tarife değişikliklerinin hastalara tam olarak yansıtılamaması

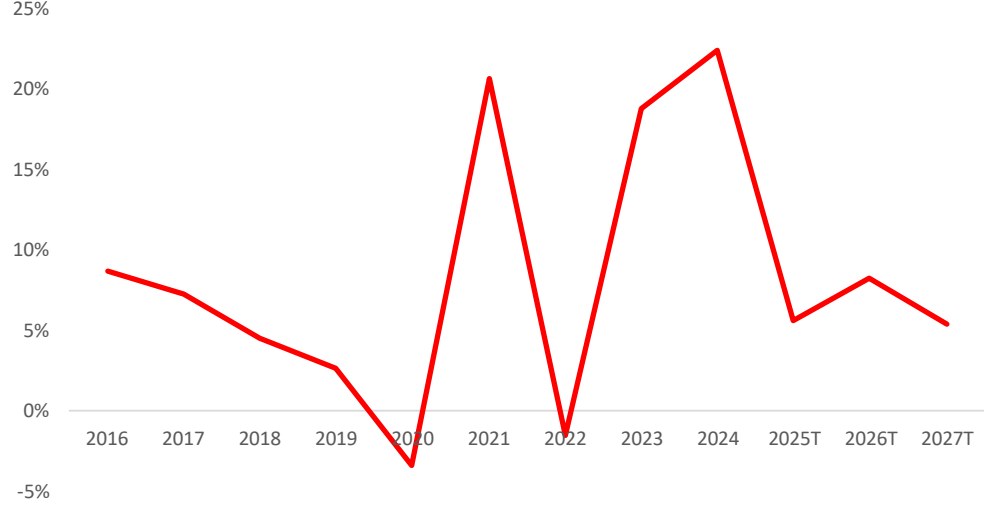
SGK tarifeleri Mayıs 2024'te yaklaşık %50, Aralık 2025'te ise Ocak 2026'dan itibaren geçerli olacak şekilde yaklaşık %30 artırılmıştır. Buna bağlı olarak, 2025 yılında SGK tarifelerinde herhangi bir artış yapılmamıştır. Öte yandan, TTB tarifeleri 2025'te Ocak ve Temmuz'da ayrı ayrı %20 olmak üzere iki kez artırılmıştır. 2025'te, hasta başına ortalama fiyat göstergesinde yıllık %43 artış bekliyoruz; bu, ortalama TÜFE'ye kıyasla %6 reel artışa karşılık gelmekte olup, ortalama tarife artışı %47 seviyesindedir. 2026'da hasta başına ortalama fiyatın yıllık %34 artacağını, bunun da ortalama TÜFE'ye göre %5 reel artışa işaret ettiğini; aynı dönemde ortalama tarife artışının %36 olacağını öngörüyoruz. Düzenlemelerden kaynaklanan maliyet baskılarının 2027'de de devam edeceğini dikkate alarak, 2027'de hasta başına ortalama fiyatın yıllık %26 artmasını, bunun ortalama TÜFE'ye göre %2 reel artışa karşılık gelmesini ve ortalama tarife artışının %28 olmasını bekliyoruz. 2028'den itibaren, ortalama tarifelerin ortalama TÜFE değişimine paralel artacağını varsayıyoruz; buna karşılık hasta başına ortalama fiyat göstergesinde yıllık %2 reel düşüş öngörüyoruz.

YST faaliyetlerinde daralmanın devam etmesi

2025'te, Türk Lirası'nın reel değer kazanmaya devam etmesiyle birlikte, 2024'teki yıllık %10 reel düşüşün üzerine, YST satışlarında yıllık %15 reel gerileme bekliyoruz. YST satışlarındaki reel düşüşün, tek haneli seviyelerde de olsa, 2028'e kadar devam edeceğini öngörüyoruz.

Önümüzdeki üç yıl için orta tek haneli organik net satış büyümesi

Yukarıda belirtilen gerekçeler doğrultusunda, 2025, 2026 ve 2027 yıllarında net satışlarda sırasıyla %6, %8 ve %5 reel büyüme bekliyoruz. Öte yandan, 2028'den itibaren net satışlarda yıllık %2 reel büyüme öngörmekteyiz.

Tablo 5: Net Satışlar Büyüme %

Kaynak: Şirket verileri, Ak Yatırım Araştırma

2025'te gerçekleştirilen lisans alımlarıyla büyüme için zemin hazırlanması

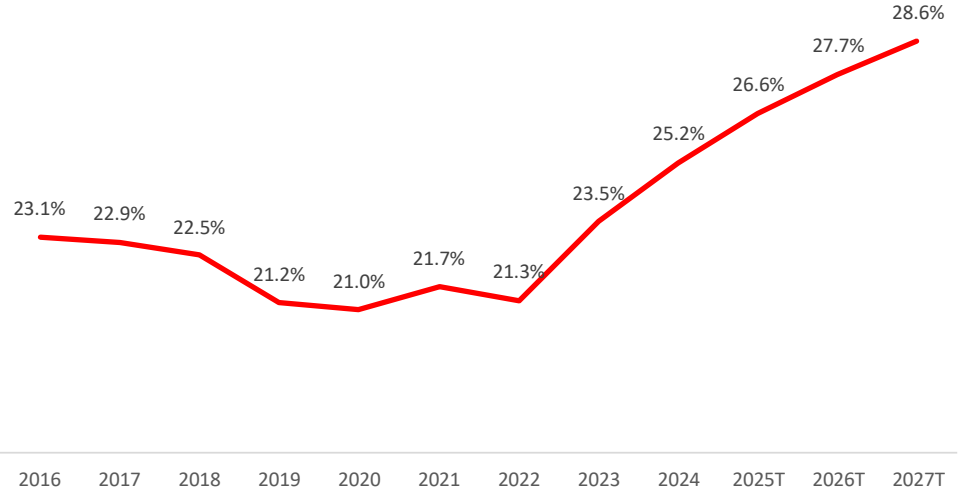
Bu stratejinin önümüzdeki beş yıl içinde 8–12 yeni hastane açılışıyla sonuçlanacağı kanaatindeyiz. Mevcut projeksiyonlarımıza henüz dahil etmediğimiz bu genişleme planına ilişkin detayların, yönetim tarafından 2026 başında paylaşılmasını bekliyoruz.

Faaliyet giderleri varsayımları

Doktor maliyetlerinin bordroya geçişi faaliyet giderlerini artıracaktır

1 Temmuz 2026 itibarıyla doktor ücretlerinin bordro sistemine taşınmasını zorunlu kılan düzenleme, faaliyet giderlerini artıracaktır. Daha önce özel sektördeki doktorların çoğu serbest meslek modeli ile çalışıyordu; bu sistem, doktorların bazı giderleri yasal olarak vergiden düşmesine ve daha düşük efektif vergi oranına tabi olmasına imkân tanıyordu. Yeni düzenleme ile doktor gelirleri daha yüksek artan oranlı gelir vergisine tabi olacak ve brüt gelir üzerinden sosyal güvenlik primleri ödenmesini zorunlu kılacaktır. Projeksiyonlarımızda, tüm ek maliyet yükünün hastaneler tarafından üstlenileceğini varsayıyoruz. Bu doğrultuda, 3Ç26'dan itibaren doktor giderlerinin net satışlara oranında 200 baz puan artış bekliyoruz.

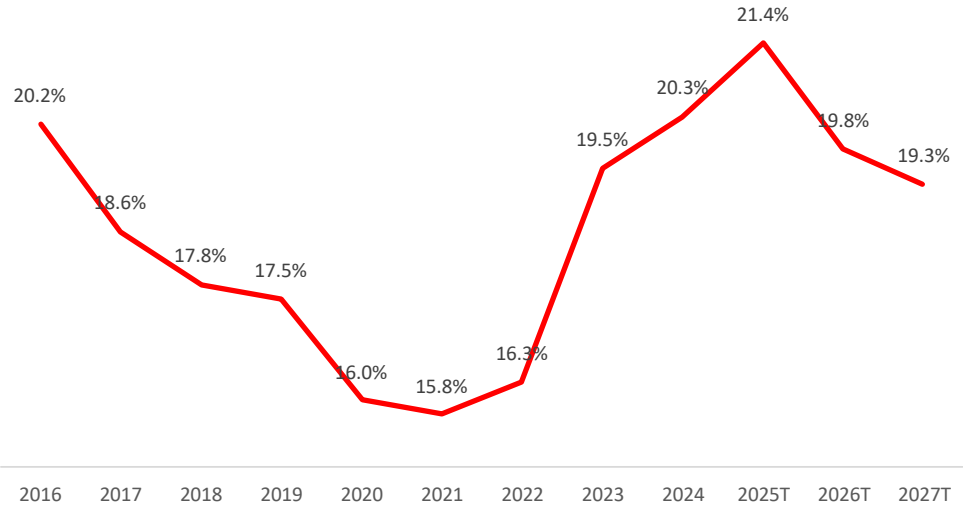
Tablo 6: Doktor Giderleri/Net Satışlar



Kaynak: Şirket verileri, Ak Yatırım Araştırma

Otomasyon sistemleri sayesinde personel maliyet verimliliği artmaktadır

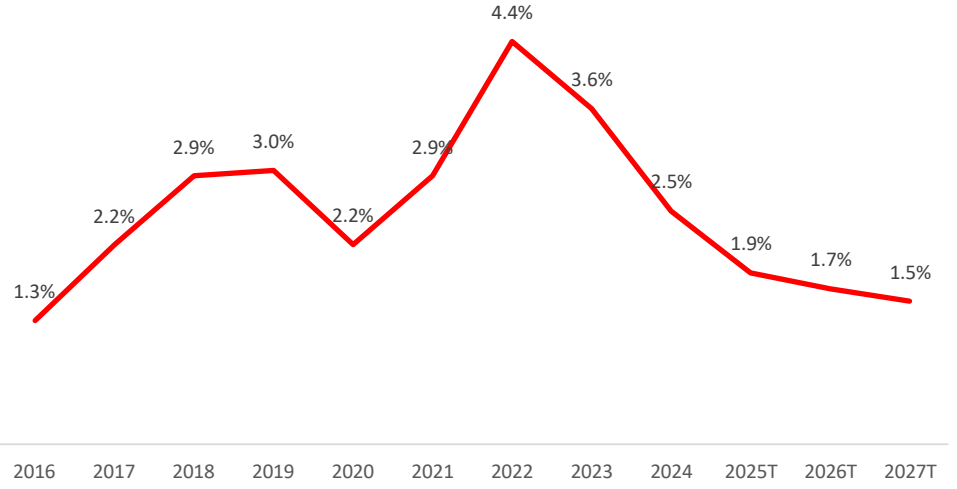
MLP'nin temel stratejisi, kayıt ve ödeme gibi rutin idari görevleri otomatikleştirmek için hasta kioskları gibi self-servis teknolojilerini kullanarak idari personele olan bağımlılığı azaltmaktır. 3Ç25'te, MLP toplam çalışan sayısını yıllık %8 azaltırken, yatak kapasitesini yıllık %6 artırdı. Bu dönemde yatak başına çalışan sayısı yıllık %14 düşüşle 1,86x seviyesine geriledi. 4Ç25'te bu sürecin devam etmesini ve yatak başına çalışan sayısının 1,80x'e düşmesini bekliyoruz. 2026'da bu oranın 1,80x seviyesinde sabit kalacağını öngörüyor, böylece doktor maliyetlerindeki artışı dengelemeyi hedefliyoruz. 2027'den itibaren yatak başına çalışan sayısının, hizmet kalitesini dikkate alarak, hasta hacmindeki yıllık %3 artışa paralel olarak artmasını öngörülüyor.

Tablo 7: Personel Giderleri/Net Satışlar

Kaynak: Şirket verileri, Ak Yatırım Araştırma

Daralan YST segmentinde maliyet optimizasyonu

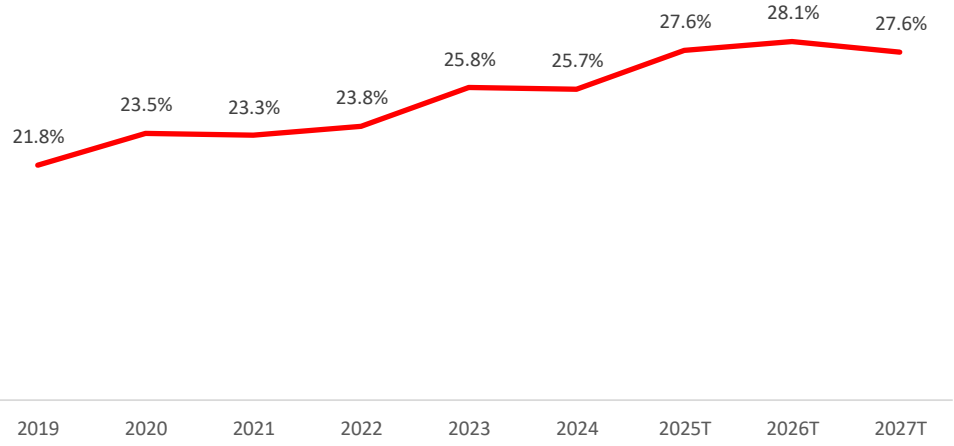
Türk Lirası'nın reel değer kazanmasıyla birlikte, YST gelirlerinde reel düşüş 2023'te başladı. 2022'de, ağırlıklı olarak YST pazarlamasından kaynaklanan sponsorluk ve reklam giderleri net satışların %4,4'ü seviyesindeydi. MLP bu oranı 2023'te %3,6'ya, 2024'te %2,5'e düşürdü. 9A25'te ise oran yıllık 0,7 puan azalarak %1,9'a geriledi. 2025'te bu oranın yıllık 0,6 puan düşüşle %1,9 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. 2028'e kadar YST segmentinde zayıf performansın devam edeceğini varsayarsak, bu oranın daha da düşmesini öngörüyoruz.

Tablo 8: Sponsorluk ve Reklam Giderleri/Net Satışlar

Kaynak: Şirket verileri, Ak Yatırım Araştırma

FAVÖK varsayımları

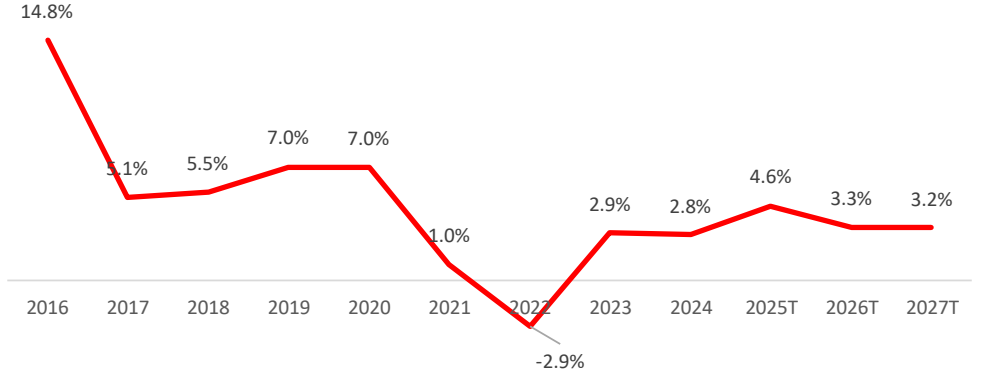
2025 için öngörümüz, FAVÖK marjının yıllık 1,9 puan artarak %27,6 seviyesine ulaşması yönündedir; bu artışın temelinde yıllık %6 reel tedavi fiyat artışı ve proaktif maliyet tasarrufları yer almaktadır. 2026 öngörümüzde, yıllık %5 reel tedavi fiyat artışı ve ek maliyet tasarruflarının, 3Ç26'dan itibaren başlayacak doktor maliyetlerindeki artışı fazlasıyla dengeleyeceğini bekliyoruz. Doktor maliyetlerindeki artışın ilk tam yıl etkisinin 2027'de görüleceğini ve FAVÖK marjının %27,6 seviyesine gerileyeceğini öngörüyoruz.

Tablo 9: FAVÖK Marjı

Kaynak: Şirket verileri, Ak Yatırım Araştırma

İşletme sermayesi varsayımları

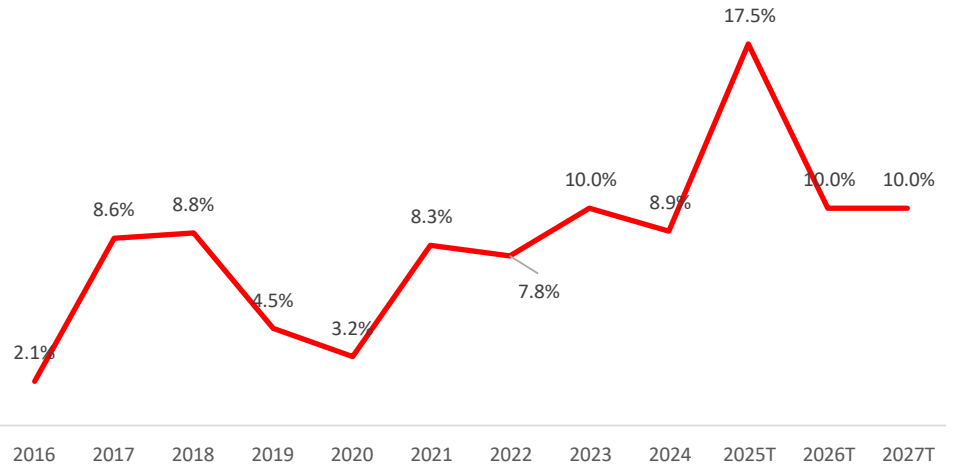
3Ç25'te, İşletme Sermayesi/Net Satışlar oranı yıllık 1,1 puan artarak %4,6 seviyesine yükseldi; bunun başlıca nedeni, Dubai Hastanesi sözleşmesinin sona ermesiyle ticari alacaklarda geçici artış yaşanmasıdır. 2025 öngörümüzde, İşletme Sermayesi/Net Satışlar oranının %4,6 seviyesinde sabit kalmasını bekliyoruz. 2026'dan itibaren, ticari alacaklardaki geçici artışın etkisini ortadan kaldırarak, İşletme Sermayesi/Net Satışlar oranını yaklaşık %3 olarak varsayıyoruz.

Tablo 10: İşletme Sermayesi/Net Satışlar

Kaynak: Şirket verileri, Ak Yatırım Araştırma

Yatırım harcamalarına ilişkin varsayımlar

9A25'te, Yatırım Harcamaları/Net Satışlar oranı yıllık 8,8 puan artarak %18,6 seviyesine yükseldi; bunun başlıca nedeni lisan alımlarıdır. Lisans alımlarının önemli bir kısmının 3Ç25'te tamamlandığını düşünüyoruz. 4Ç25'te lisans alımlarının devam etmesini, ancak daha yavaş bir hızda gerçekleşmesini öngörüyoruz. Bu doğrultuda, MLP'nin 2025'i %17,5 Yatırım Harcamaları/Net Satışlar oranı ile kapatmasını bekliyoruz. 2026'dan itibaren, Yatırım Harcamaları/Net Satışlar oranını %10 olarak varsayıyoruz.

Tablo 11: Yatırım Harcamaları/Net Satışlar

Kaynak: Şirket verileri, Ak Yatırım Araştırma

Azınlık paylarına ilişkin düzeltme

MLP'nin bağlı ortaklık yapısında, Tokat Hastanesi, Samsun Hastanesi, Mediplaza, MLP İzmir ve MLP Ataşehir tamamen MLP'ye ait değildir. Bu şirketlerde azınlık payı bulunmaktadır. Yönetim, hastane bazlı detaylı finansalları paylaşmamaktadır. Azınlık payının defter değeri, konsolide özkaynakların %4,6'sını oluşturmaktadır. Modelimizde, azınlık payı için %4,6 düzeltme uyguladık.

Geri alınan hisseler

Daha önce MLP, Mayıs 2024'e kadar 20,5 milyon adet hisseyi geri almıştır. Daha sonra MLP, 17 milyon adet hisseyi iptal etmiştir. Geriye 3,5 milyon adet hisse kalmıştır. Bu hisseleri piyasa fiyatı üzerinden değerlendiriyoruz.

BENZER ŞİRKETLER

Tablo 12: Benzer Şirketler - Çarpan Analizi					
Şirket	Sembol	FD/FAVÖK		F/K	
		2026T	2027T	2026T	2027T
Apollo Hospitals	APHS IN Equity	25.0	20.5	45.2	35.5
Fortis Healthcare	FORH IN Equity	27.4	23.1	47.8	37.8
Narayana Hrudayalaya	NARH IN Equity	22.1	19.2	35.3	30.4
Siloam International Hospitals	SILO IJ Equity	9.9	8.7	25.7	21.9
Mitra Keluarga Karyasehat	MIKA IJ Equity	14.6	13.0	24.0	21.1
IHH Healthcare	IHH MK Equity	14.7	13.5	34.8	31.1
MD Medical Group	MDMG LI Equity	5.4	5.0	6.6	6.0
Dallah Healthcare	DALLAH AB Equity	16.6	15.0	20.0	18.1
Mouwasat AB	MOUWASAT AB Equity	12.1	10.6	16.8	14.5
Middle East Healthcare	MEH AB Equity	8.4	8.0	11.2	8.9
Al Hammadi Holding	ALHAMMAD AB Equity	11.0	10.3	14.3	13.5
National Medical Care	CARE AB Equity	12.0	11.1	16.5	15.0
Netcare	NTC SJ Equity	5.6	5.3	9.5	8.5
Mediclinic International	MDC LN Equity	9.6	9.6	16.1	14.7
Life Healthcare Group	LHC SJ Equity	4.0	3.6	8.4	7.1
Bangkok Dusit Medical Services	BDMS TB Equity	11.6	11.0	18.3	17.3
Bumrungrad Hospital	BH TB Equity	12.3	11.9	17.4	17.0
Raffles Medical Group	RFMD SP Equity	11.6	10.7	25.3	22.1
KPJ Healthcare	KPJ MK Equity	14.3	13.4	31.0	28.3
Medyan		12.0	11.0	18.3	17.3
Medical Park	MPARK TI Equity	3.7	2.6	8.1	5.8
Prim/(İskonto)		-69.0%	-76.3%	-56.0%	-66.3%

Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım

*MLP'nin çarpanları Ak Yatırım tahminlerine göre hesaplanmıştır.

**Bloomberg çarpanları 1-yıl ileri ve 2-yıl ileri tahminler üzerinden hesaplanmıştır.

4Ç25 Tahminlerimiz

2025 Temmuz'da TTB tarifeleri %20 artırıldı. 2025 Aralık'ta SGK tarifeleri yaklaşık %30 artırıldı, ancak uygulama Ocak 2026'dan itibaren başlayacak. 3Ç25'te, portföye net hastane eklemelerine rağmen, hasta trafiği yıllık %2 azaldı; bunun başlıca nedeni yüksek baz etkisi ve revize edilmemiş tarifeler nedeniyle MLP'nin SGK segmentinde daha düşük hizmet sunmasıdır. 4Ç25'te, yüksek baz etkisinin kaybolmasını, ancak SGK hastalarına yönelik stratejinin devam etmesini bekliyoruz. 4Ç25'te eklenen iki yeni hastane ile birlikte, hasta sayısının yıllık bazda yatay seyredeceğini öngörüyoruz. 4Ç25'te, yıllık %2 reel tedavi fiyat artışı ile yıllık %2 reel net satış artışı bekliyoruz. FAVÖK marjının, başlıca proaktif maliyet tasarrufları sayesinde, yıllık 484 baz puan artışla %30,5'e yükselmesini öngörüyoruz. Tek seferlik kalemler olmayacağını varsayarak, 4Ç25'te net kârın yıllık %26 artmasını bekliyoruz.

Tablo 13: Çeyrek Özet

milyon TL	Özet Finansallar				
	4Ç25T	4Ç24	y/y	3Ç25	ç/ç
Net Satışlar	13,933	13,605	2%	13,636	2%
FAVÖK	4,256	3,497	22%	4,160	2%
FAVÖK Marjı	30.5%	25.7%	484 bps	30.5%	4 bps
Net Kar	1,514	1,198	26%	1,690	-10%

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım

REVIZYONLAR

Tablo 14: Revizyonlar - TRY mn

	Yeni			Eski		
	2025T	2026T	2027T	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	54,872	74,260	95,456	58,575	76,397	91,078
% değişim	6%	8%	5%	15%	7%	3%
FAVÖK	15,169	20,872	26,306	14,512	19,082	22,749
FAVÖK Marjı	27.6%	28.1%	27.6%	24.8%	25.0%	25.0%
Net Kar	5,767	8,669	12,013	5,589	8,036	10,694
% değişim	-15%	20%	14%	-17%	18%	15%
Eski Tahminlerle Fark						
Net Satışlar	-6.3%	-2.8%	4.8%			
FAVÖK	4.5%	9.4%	15.6%			
Net Kar	3.2%	7.9%	12.3%			
Hedef Fiyat		655.0			535.0	
HF Değişim		22.4%				

AKYatırım

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

© AK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2025