

Lokman Hekim

Endeksin Üzerinde

Hisse Fiyatı: 16,13 TL
12 Aylık Hedef: 27,40 TL

Bertuğ Tüzün

Bertug.Tuzun@akyatirim.com.tr

Henüz fiyatlanmamış büyüme hikayesi...

Lokman Hekim'i "Endeksin Üzerinde" öneri ve hisse başı 27,40 TL 12 aylık hedef fiyat ile araştırma kapsamına alıyoruz. Hissenin güçlü performansına rağmen (son 3 ayda endeksin %50 üzerinde performans), 2021 tahminlerine göre hisse 5,9x FD/FAVÖK ve 8,2 F/K ile işlem görüyor. 2021 yılında cironun yıllık %24, FAVÖK'ün yıllık %30 ve net kar borçluluğun azalmasıyla yıllık %91 büyümesini bekliyoruz.

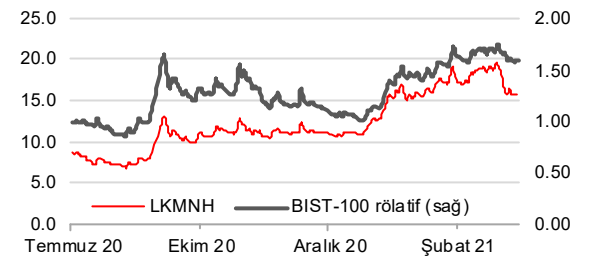
2020'de karlılıkta ciddi artış oldu. Şirket karlılığı 2020'de, Lokman Hekim Üniversitesi hastanesinin, Ankara hastanesi ile yaptığı ortaklıktan ve daha iyi fiyatlandırma ortamından olumlu etkilenerek arttı. Şirketin 2020'de FAVÖK marjı %22,8'e yükseldi (2019 FAVÖK marjı ise %13,1 oldu). Belirtmek gerekirse, Üniversite hastaneleri yüksek SUT ile fiyatlandırıldığından, Lokman Hekim, Üniversite hastanesi ortaklığından dolayı daha yüksek devlet desteğinden faydalanma imkanı buldu. Şirket, toplam yatak kapasitesinin ~%30'unu (toplam 664 yataktan 210'u) Lokman Hekim Üniversitesi Hastanesi'ne ayırdı. Yönetim, ileride Ankara'daki diğer hastanelerinin de üniversite hastanelerine dönüşebileceğini belirtti.

2021 ve sonrası için güçlü büyüme öngörüyoruz. Yönetim, 2021'de, özellikle 1Y'de güçlü ciro büyümesi sağlamayı ve karlılıkta daha fazla iyileşmeyi hedeflerken, yılsonunda potansiyel bir inorganik genişleme olabileceğini belirtti. Bu arada, 2Y21'de büyüme yeni kapasite artışlarıyla desteklenecek. Şu anda 37 yatak kapasitesiyle çalışan Etlik Hastanesi Haziran sonu itibarıyla 63 ilave yatak eklenecek ve toplam yatak kapasitesi 100'e ulaşacak. Bu Lokman Hekim'in toplam yatak kapasitesini yaklaşık %10 arttıracak. Türkiye Ocak ayı ortasında aşılar başladı ve Mart itibarıyla kontrollü normalleşmeye geçildi. Aşıyla birlikte hastalar temel ihtiyaçları için hastanelere daha rahat gidebileceğinden, bu durumun hastanelerin karlı olan poliklinik tarafında ayakta tedavi trafiğini olumlu etkilemesini bekliyoruz. Ayrıca, aşılamayla birlikte seyahat yasakları ve ülke kısıtlamalarının sağlık turizm gelirlerinin 2021'de geçen yıla göre daha iyi olmasını bekliyoruz.

Bloomberg Kodu	LKMNH TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY27.40 (Başlatıldı)
Son kapanış, TL/hisse	15.90
Yukarı potansiyel	%72
Halka açıklık oranı	%66
Piyasa değeri, TL mn	382
Firma değeri, TL mn	550

Finansal veriler	2019	2020	2021T	2022T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	335	317	393	491
FAVÖK	44	72	94	116
Net kar	8	24	46	69
Net borç	184	158	126	72
Net borç/FAVÖK	4.21	2.18	1.34	0.62
FAVÖK marjı	%13	%23	%24	%24
Net marj	%2	%8	%12	%14
Ciro, y/y	%17	-%6	%24	%25
FAVÖK, y/y	%20	%65	%30	%23
Net kar, y/y	-%1	%193	%91	%48
F/K	12.3	8.2	8.2	5.6
FD/FAVÖK	6.2	5.1	5.9	4.8
FD/Ciro	0.8	1.2	1.4	1.1

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	-%17	%43	%128	%48
BIST 100 rölatif	-%8	%47	%81	%57
AOİH, TRY mn	25	33	35	35



Ortaklık yapısı	
Kurucular	%27
Halka Açık ve Diğer	%73

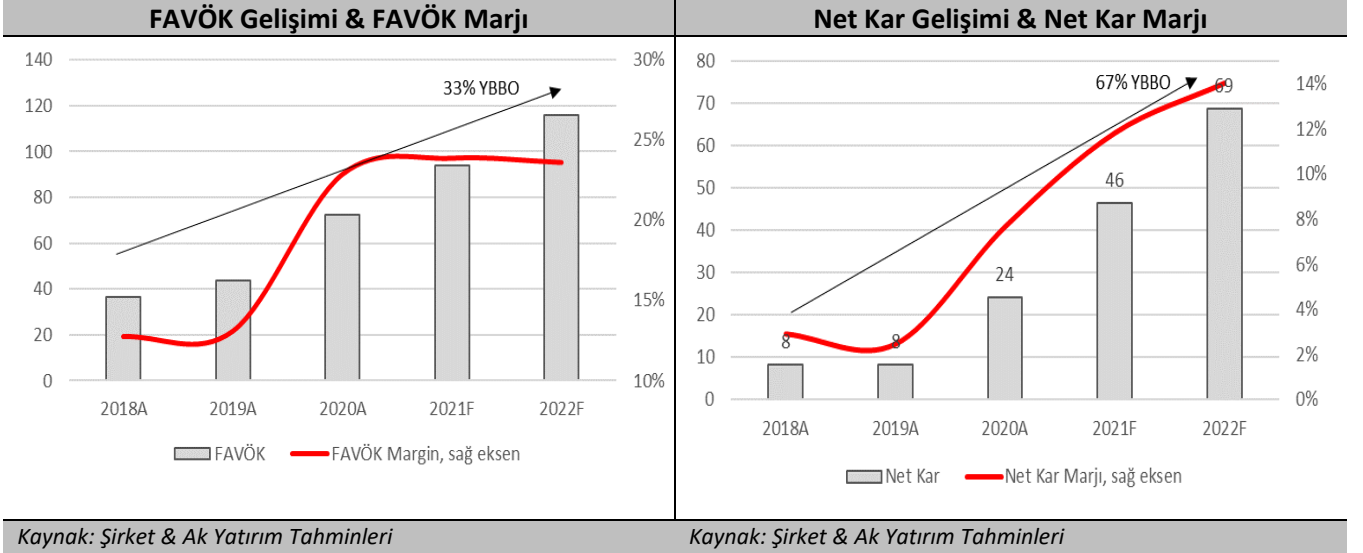
Pay Piyasası	Ana Pazar
---------------------	------------------

Kaynak: AK Yatırım Araştırma
Rapor fiyatları 26 Mart, 2021

Yatırım Teması

Lokman Hekim hissesini araştırma kapsamımıza 'Endeksin Üzerinde Getiri' görüşü ile dâhil ediyoruz. Hisse için İNA bazlı 12 aylık fiyat hedefini 27,4 TL düzeyinde hesaplıyor ve %70 getiri potansiyeli buluyoruz. Hisse senedi son üç aylık dönemde %50 getiri sağlamasına rağmen halen 2021 tahminlerine göre 5,9x EV/EBITDA ve 8,3x F/K çarpanı ile işlem görmektedir. Şirketin 2021 yılında net kârında yıllık %91 sıçrama öngörmekteyiz. Bu tahminimiz ciroda yıllık %24 ve FAVÖK'te %30 yıllık büyüme varsayımına dayanmaktadır. Mevcut çarpanların cazip seviyelerde olduğunu ve şirketin faaliyet performansındaki güçlenme beklentisini yansıtmadığını düşünüyoruz. Hisse çarpanlarının daha yüksek seviyeleri hak ettiğini düşünüyoruz.

Üniversite hastanesi ile yapılan işbirliği 2020 kârlılığında dikkat çekici artış sağladı. Lokman Hekim'in 2020 performansında brüt kâr marjı önceki yılki %12,3'ten %22,2'ye çıktı. Bu gelişme i) Üniversite hastanesi ile Ankara Hastanesi arasında işbirliği yapılması, ii) daha iyi fiyatlandırma koşulları ve iii) artan hizmet çeşitlendirmesi ile sağlandı. Sağlık Uygulama Tebliği (SUT) Üniversite hastanelerine daha yüksek fiyat belirleme imkanı sağlıyor. Lokman Hekim de sahip olduğu üniversite hastanesi birimi sayesinde daha yüksek devlet desteğinden faydalandı. Şirket, yatak kapasitesinin %30'unu (toplam 664 yataktan 210'u) Lokman Hekim Üniversite Hastanesine tahsis etti. Buna ilave olarak Lokman Hekim'in Ankara'daki diğer hastaneleri de ileride Üniversiteler ile işbirliğine gidebilir.



2021 finansallarında güçlenme bekliyoruz. Türkiye Covid-19 aşılmasına Ocak ortasında başladı ve Mart ayı itibarıyla da kontrollü normalleşmeye geçildi. Bu gelişmeyle birlikte vatandaşların daha önce Covid-19 endişesi ile erteledikleri acil olmayan sağlık ihtiyaçlarına dönük hastane ziyaretlerinde artış beklenebilir. Şirket yönetimi süreç içerisinde ayakta hasta ziyaret sıklığında (örn: check-up gibi ihtiyaçlar için) artış ve buna bağlı olarak Lokman Hekim'in 2021 yılı ciro ve kârında büyüme öngörüyor. Lokman Hekim'in 2020 yılı cirosunun %46'sını ayakta hastalardan alınan gelirler oluşturuyor. Türkiye'de ilk Covid-9 vakası 2020 Mart

ortalarında görüldü ve kısıtlama tedbirleri şirketin 2020 ikinci çeyrek performansını olumsuz etkiledi. Dolayısıyla düşük baz etkisi kaynaklı olarak 2021 yılı ilk yarı performansında kuvvetli artış bekliyoruz.

2021 yılı ikinci yarı performansı kapasite artışı ile güçlenecek. Etlik Hastanesinin mevcut 37 yataklık yatak kapasitesi bulunuyor ve kapasitenin Haziran ayına kadar 100'e çıkarılması planlanıyor. Yatak artışı kapasitede %10 büyümeye sağlayacak. Ayrıca ek kapasitenin %50'si Yoğun Bakım Ünitesi (YBÜ) olarak ayrılacak ki bu servisin kârlılığı artırıcı yönde etki yapması beklenir. Buna ek olarak Akay Hastanesinin yatak kapasitesinin de 2022'nin ikinci çeyreğinde 30 yatak artışıyla 150 yatağa ulaşması hedefleniyor.

Satın alımlar ile büyümeyi destekledi. 2011 – 2016 yılları arasında Lokman Hekim hastanelerinin toplam yatak kapasitesi 411'den 664'e yükseldi. Bu artış Akay Hastanesi, Van Hastanesi ve Hayat Hastanesi satın alımları ile sağlandı. Aslında Lokman Hekim grubunun mevcut hastane ağı üzerinde çok fazla büyüme alanı bulunmuyor. Bu nedenle şirket yönetimi hastane ağını Ankara ve diğer Anadolu şehirlerinde satın alım ve birleşmelerle büyütmeyi hedefliyor ve bu amaçla fırsatlar takip ediliyor. Devam etmekte olan borç azaltım gayretleri sonrası, bilanço yapısının sene sonuna doğru olası satın alımlar için uygun olacağını düşünüyoruz. Olası satın alma ve birleşmelerde Lokman Hekim'in temel öncelikleri olarak pazarın doygunluğa ulaşmaması, bölgede yeterli tıbbi uzman ve personel bulunması ve sosyo-ekonomik faktörler olarak sıralanabilir.

Buna ek olarak mevcut piyasa yapısı da uzun vadede birleşme/satın alma fırsatları sunabilir. Türkiye'de özel hastane piyasası parçalı bir yapıya sahip bulunuyor. En büyük beş işletme (TOBB Sağlık Sektörü Raporu ve şirketlerin kurumsal internet verilerine göre) toplam yatak kapasitesinin %25-30'unu kontrol ediyor. Dolayısıyla mevcut pazar yapısının uzun vadede birleşme ve satın almalar için fırsatlar barındırdığı söylenebilir.

Uzun vadede cepten ödeme ve özel sağlık sigortası gelirlerinin ciroyu büyüteceğini tahmin ediyoruz. Hastane ağı tümüyle Anadolu'da bulunduğu için Lokman Hekim'in gelirleri içerisinde en büyük pay Sosyal Güvenlik Kurumu (SGK) ödemelerinden oluşuyor. 2020 verilerine göre SGK gelirlerin %44,8'ini karşılarken, gelirlerin %38,6'sı cepten ödemelerden, %10'u özel sağlık sigortasından (ÖSS) ve %6,6'sı sağlık turizminden geliyor. Türkiye'de ÖSS'nin payı çok düşük ve nüfusun sadece %5'ini kapsıyor. Dolayısıyla bu alanda güçlü büyüme dinamiği olduğu söylenebilir. Bu anlamda en önemli katkının 2014 yılında devreye giren 'tamamlayıcı sağlık sigortasından' gelmesi beklenebilir. Tamamlayıcı sağlık sigortası ÖSS kapsamında nispeten daha ucuz bir alternatif sunmakta ve SGK hastalarının paylaşılan giderlerini ve diğer ekstra maliyetleri kapsamaktadır. Cepten ödeme ve ÖSS gelirlerinin gelecek dönemlerde ciroyu büyüten temel unsurlar olmasını bekliyoruz.

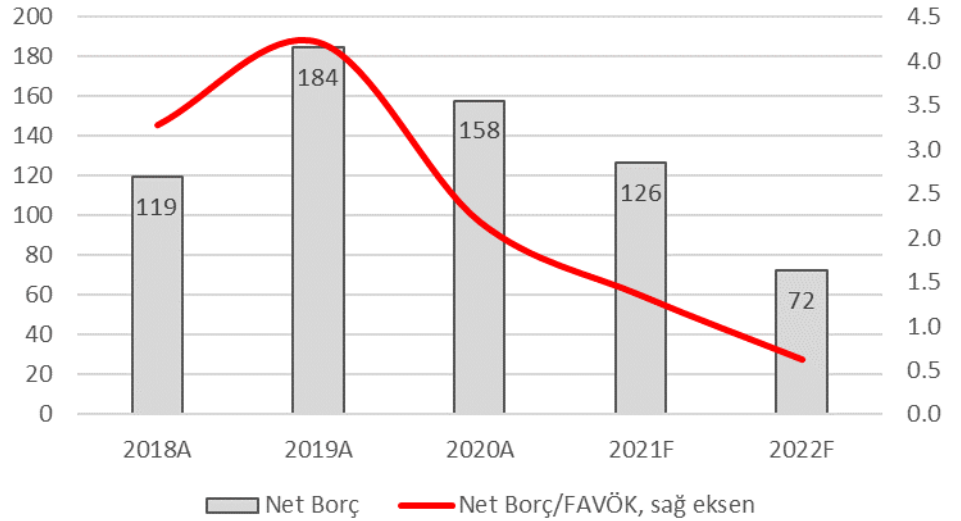
Sağlık turizmi gelirlerinde güçlü artış. Sağlık turizmi gelirleri 2020 yılında toplam cironun %6,6'sını oluşturdu. Lokman Hekim'in sağlık turizmi kapsamındaki gelirlerinin çok büyük kısmı Irak, Afrika (Somali ve Cibuti) ile Azerbaycan'dan

gelen hastalardan sağlandı. Sağlık turizmi segmenti şirket ortalamasının üzerinde bir kârlılığa (tedavinin türüne göre FAVÖK marjı %30-50 aralığında) sahip bulunuyor. Bu durum bu segmentteki ücret tarifesinin tavan düzenlemesine tabii olmadan rekabet koşullarına göre belirlenmesinden kaynaklanıyor. Ayrıca bu segmentte ödemeler genelde şahsi ödeme şeklinde olduğundan bu durum şirketin nakit akımına da olumlu katkı sağlıyor. Şirket yönetimi uzun vadede sağlık turizmi segmentinin toplam cironun %15'ini sağlamasını hedefliyor. Bu hedef doğrultusunda şirket Ortadoğu, Afrika ve Balkanlarda temsilcilik açıyor.

Rekabet edilen ülkelere kıyasla kaliteli ve uygun fiyatlı sağlık hizmeti sunulması ve devlet desteğinin sürmesi halinde, Türkiye için sağlık turizminin güçlü büyüme potansiyeli taşıdığını düşünüyoruz. Bu kapsamda yurtdışı yerleşiklerden sağlanan sağlık turizmi gelirlerine vergi istisnası uygulanması, kiralama ve danışmanlık hizmetleri verilmesi ve THY tarafından havayolu taşımacılığının sürdürülmesi önem taşıyor.

Borçluluk düşmeye devam edecek. Lokman Hekim'in 2020 sonu itibarıyla 158 milyon TL düzeyinde net finansal borcu ve 2 milyon TL karşılığı tutarda uzun döviz pozisyonu var. Şirketin borç azaltma politikası kapsamında net borç / FAVÖK oranı 2019'daki 4,2'den 2020'de 2,2'ye geriledi. Şirketin önümüzdeki dönemde de güçlü faaliyet nakit akımı sağlayarak borçluluğu daha da aşağılara çekmeyi hedefliyor. Lokman Hekim 2021'de 40 milyon TL ana para ve 10 milyon TL faiz giderinden oluşacak borç ödemesi planlıyor. Bununla birlikte 2022 yılında net borç/FAVÖK oranının 0,6 çarpanına gerilemesini öngörüyoruz.

Net Borç & Net Borç / FAVÖK



Kaynak: Şirket & Ak Yatırım Tahminleri

Yatırım teşviği kapsamında vergi avantajı bulunuyor. Lokman Hekim için yaptığımız 2021-2030 dönemi projeksiyonlarında şirket için etkin vergi oranını %10 olarak kabul ettik. Grup bünyesindeki hastanelerin bir bölümünün yatırım teşviği alan bölgelerde olması nedeniyle (örneğin etkin vergi oranı Van Hastanesi

için %3 ve Ankara Hastanesi için %11 düzeyinde) şirketin ertelenmiş vergi aktifi katkısından önümüzdeki yıllarda da faydalanmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

Düzenli temettü ödüyor. Lokman Hekim 2013 yılından bu yana düzenli bir şekilde temettü ödüyor ve şirketin temettü dağıtım oranı %14 ile %84 aralığında dalgalanmakla birlikte ortalaması %47 düzeyinde bulunuyor. Şirketin Yönetim Kurulu 2020 kârından da 8 milyon TL brüt nakit temettünün 20 Eylül ve 22 Kasım'da iki taksitte ödenmesini teklif etti. Buna göre temettü verimi %1,7 düzeyinde bulunuyor. Şirketin önümüzdeki yıllarda dağıtılabılır kârının %20'sini temettü olarak ödeyeceğini tahmin ediyoruz.

Riskler

SGK katkısında herhangi bir değişiklik finansalları etkileyebilir. 2020 itibarıyla Lokman Hekim gelirlerinin %44,8'ini SGK katkısı olarak sağlıyor (tamamlayıcı ödemeler ve SGK'dan faydalanan hastalara sağlanan diğer sağlık hizmetleri hariç). SGK sağlık ödemelerinde herhangi bir değişiklik SGK ile anlaşmalı özel hastanelerin gelirleri için bir risk oluşturabilir.

Yeni hastanelerin verimliliğe katkısı. Yeni hastanelerde hedeflenen doluluk ve kapasite kullanımlarına ulaşamaması kârlılık oranının beklentinin altında kalmasına neden olabilir.

Sağlık turizmini etkileyebilecek jeopolitik gelişmeler. Lokman Hekim'e yabancı hasta gelişi sağlayan Ortadoğu ve Afrika gibi bölgelerde yaşanabilecek jeopolitik dalgalanmalar gelirlerin %6,6'sını oluşturan sağlık turizmi kazançlarını olumsuz etkileyebilir.

Değerleme**İngirgenmiş Nakit Akışı (INA) analizi**

İndirgenmiş Nakit Akışı										
(TRYmn)	'21T	'22T	'23T	'24T	'25T	'26T	'27T	'28T	'29T	'30T
VFÖK	73	94	108	124	143	162	183	208	235	266
(+) Amort. & İtfa	21	22	22	23	24	26	28	30	33	37
(-) Vergi	15	19	22	25	29	32	37	42	47	53
(-) NİS artışı	10	13	10	11	13	13	14	16	18	21
(-) Yatırım Harcamaları	30	25	28	32	37	41	47	53	59	67
Serbest Nakit Akışı	39	59	71	79	89	101	114	128	144	162
İskonto	1.0	1.17	1.36	1.59	1.86	2.18	2.54	2.97	3.47	4.05
İndirgenmiş Serbest Nakit Akışı	39	50	52	50	48	47	45	43	41	40
İNA Toplamı (2021-2030)	454									
İndirgenmiş Uç Değer @ 7%	407									
Net Nakit/(Borç) 2020	-158									
Azınlık Payları	-44									
Hedef Değer	659									
Hisse Adeti	24									
Hedef Fiyat	27.40									
Kaynak: Ak Yatırım Tahminleri										

Model Öngörüleri

Gelirler: Şirket gelirlerinin 2020 - 2022 arası dönemde yıllık ortalama %24 artmasını bekliyoruz. 2021 yılı için öngördüğümüz %24 büyüme i) SUT tarifelerindeki artışı (Mart sonu itibarıyla kaydedilen yaklaşık %10-15 artışın üzerine) ve ii) geçtiğimiz yılın ilk yarısındaki (özellikle 2Ç20) düşük baz etkisini yansıtıyor. Ayrıca yılın tümü için kapasite büyümesi (mevcut kapasitenin Etlik Hastanesine 63 yatak eklenmesiyle %10 büyümesi) ile hasta sayısında artış ve üniversite işbirliği ile kâr oranında yükselme bekliyoruz.

Kârlılık: Lokman Hekim'in FAVÖK'ünde 2020-2022 arasında ortalama yıllık %26 artış bekliyoruz. Bu beklenti i) gelir kompozisyonu içerisinde daha kârlı olan şahsi ödeme ve özel sağlık ödemelerindeki artışın ortalamadan hızlı büyümesi, ii) kapasite artışının marjlara olumlu katkısı, iii) kârlılığı ortalamadan yüksek olan üniversite hastanelerinin toplam performansa artan katkısı ve iv) sağlık turizminin artan katkısı varsayımlarına dayanıyor.

Net İşletme Sermayesi: 2021 yılı için işletme sermayesinin ciroya oranının 2020 yılındaki seviyesinde olan %13,8 olarak yatay kalmasını bekliyoruz. Bu oranı tahmin periyodumuz için sabit tuttuk.

Yatırım harcamaları: Lokman Hekim'in yatırım harcamaları 2020 yılında hızlı bir şekilde artarak 45 milyon TL'ye ulaştı ve gelirlerin %14,3'ünü oluşturdu. 2020 yılı yatırım harcaması büyük ölçüde Etlik Hastanesi kapasite artışından kaynaklandı. 2021 yılı için Lokman Hekim'in yatırım harcamasının 30 milyon TL düzeyinde olmasını ve cironun %7,7'sine karşılık gelmesini bekliyoruz. Daha sonraki dönemde de yatırım harcamalarının ciroya oranının %5 düzeyinde olacağını öngörüyoruz.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti: TL bazlı modelimizde, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini %16,8 olarak kullanıyoruz. Modelimiz şirket betasını 1,0 ve ortalama borç maliyetini %16 olarak varsayıyor.

Lokman Hekim - Gelir Tablosu Tahminleri

(TRYmn)	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Toplam Gelirler	286	335	317	393	491	562	643	736
<i>yıllık büyüme</i>	%16.3	%17.2	-%5.5	%24.1	%24.8	%14.5	%14.5	%14.5
Hastane Gelirleri	275	327	265	329	419	482	554	637
Hastane Kira Gelirleri	0	0	27	41	46	51	57	63
Hayvancılık	11	9	11	13	14	16	18	20
Diğer	0	0	14	10	11	13	14	16
FAVÖK	36	44	72	94	116	130	147	167
<i>yıllık büyüme</i>	%30.5	%20.3	%65.1	%29.6	%23.4	%12.6	%13.2	%13.6
FAVÖK Marjı	%13	%13	%23	%24	%24	%23	%23	%23
Net Kar	8	8	24	46	69	88	110	144
<i>yıllık büyüme</i>	%32.5	-%0.9	%193	%91.3	%48.1	%26.3	%26.2	%30.1
Net Kar Marjı	%3	%2	%8	%12	%14	%16	%17	%20

Kaynak: Şirket (2018-2020) & Ak Yatırım Tahminleri

Lokman Hekim – Gelirlerin Kırılımı

(TRYmn)	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
TOPLAM GELİRLER	286	335	317	393	491	562	643	736
Hastane Gelirleri	275	327	265	329	419	482	554	637
- Etlik Hastanesi	37	41	43	56	73	84	96	111
- Ankara Hastanesi	81	90	0	0	0	0	0	0
- Akay Hastanesi	69	93	100	129	181	208	240	276
- Van Hastanesi	57	63	77	92	106	122	140	161
- Hayat Hastanesi	20	23	24	28	32	37	43	49
- Erbil Tanı ve Görüntüleme Merkezi	3	5	8	9	11	12	14	16
- Demet Tıp Merkezi	8	10	12	14	16	18	21	24
- Elazığ Fizik Tedavi Merkezi	0	2	1	0	0	0	0	0
Hastane Kira Gelirleri	0	0	27	41	46	51	57	63
Hayvancılık	11	9	11	13	14	16	18	20
Diğer	0	0	14	10	11	13	14	16

Kaynak: Şirket (2018-2020) & Ak Yatırım Tahminleri

Benzer Şirket Karşılaştırması

Lokman Hekim'in faaliyet gösterdiği özel hastane işletmeciliği sektöründe gelişmekte olan ülkeler ve MENA bölgesindeki benzerlerini Bloomberg verileri ile değerlendiriyoruz. Buna göre örnek grupta ortalama Firma Değeri/FAVÖK çarpanı 2021 tahminlerine göre 13,4 ve 2022 tahminlerine göre 12,3 düzeyindedir. Aynı grup için ortalama F/K oranı ise 2021 tahminlerine göre 25,0 ve 2022 tahminlerine göre 21,0 düzeyindedir. Lokman Hekim'in küçük ölçeği dikkate alındığında bu çarpanların Lokman Hekim için emsal kabul edilmesi güçtür. Bu nedenle bu çarpanları değerlemeye dahil etmiyoruz. Diğer taraftan MLP Sağlık Hizmetleri (MPARK TI) Türkiye'nin en büyük özel hastane ağına sahip işletmesidir. MLP Sağlık'ın 2021 ve 2022 tahminlerine göre Firma Değeri/FAVÖK oranı sırasıyla 7,2 vs 6,0 ve F/K oranı sırasıyla 27,0 ve 15,0 düzeyindedir.

Benzer Şirket Çarpanları*

Şirket	Ülke	Piyasa Değeri (US\$mn)	FD/FAVÖK		F/K	
			2021T	2022T	2021T	2022T
MLP CARE	TÜRKİYE	678	7.2	6.0	27.0	15.0
IHH	MALEZYA	11,084	14.7	13.3	34.4	28.9
KPJ	MALEZYA	1,060	10.8	9.9	21.0	17.7
BANGKOK DUSIT	TAYLAND	11,073	18.1	16.7	35.8	33.0
BUMRUNGRAD	TAYLAND	3,493	22.6	20.2	36.6	31.9
APOLLO	HİNDİSTAN	5,886	22.9	19.0	58.4	40.3
FORTIS	HİNDİSTAN	1,870	18.5	15.4	53.6	36.6
CHINA RESOURCES	ÇİN	1,070	7.9	7.1	15.4	14.0
MITRA	ENDONEZYA	2,807	26.5	22.8	39.7	33.9
MEDICLINIC	G. AFRİKA	3,192	8.8	8.4	14.8	12.2
LIFE HEALTHCARE	G. AFRİKA	1,854	6.7	6.0	13.2	10.8
NETCARE	G. AFRİKA	1,431	6.9	6.2	11.6	9.9
MD MEDICAL	RUSYA	521	7.5	6.8	11.4	9.6
MOUWASAT	S. ARABİSTAN	3,663	19.0	16.9	25.9	22.5
DALLAH	S. ARABİSTAN	1,284	18.3	15.9	31.0	25.4
AL HAMMADI	S. ARABİSTAN	921	12.0	11.3	24.0	19.5
NAT. MEDICAL CARE	S. ARABİSTAN	622	9.5	8.7	20.6	17.8
Benzer Şirket			13.4	12.3	25.0	21.0
Lokman Hekim		50	5.9	4.8	8.3	5.6

Kaynak: Bloomberg Tahminleri

* Verilerin tarihi 12 Mart 2021

LOKMAN HEKİM – ŞİRKET PROFİLİ

Lokman Hekim 2020 sonu itibarıyla 5 hastanesi ve iki ayakta tedavi kliniği ile 664 yatak kapasitesine sahiptir ve sağlık sektörünün tüm alanlarında faaliyet göstermektedir. Lokman Hekim Türkiye sınırları içerisinde Ankara ve Van olmak üzere iki ve Türkiye dışında Irak Erbil'deki ayakta tedavi kliniği (teşhis ve görüntüleme hizmetleri) ile tek noktada faaliyet göstermektedir. Irak'taki tesis toplam cironun %2,6'sını sağlamaktadır. Şirketin Ankara'da 3 hastanesi, 1 ayakta tedavi kliniği ve Üniversite hastanesi ile Ankara Hastanesi ortaklığındaki bir işletmesi bulunmaktadır. Şirket Ankara bölgesindeki özel hastaneler arasında yatak kapasitesi açısından %13'lük bir pazar payına sahiptir. Şirket Van'da iki hastane ile faaliyet göstermektedir. 2020 sonu itibarıyla şirketin 201 adet hekim de dâhil olmak üzere 1.620 personeli bulunmaktadır.

Lokman Hekim'in tarihçesi 1996'da başladı. Şirket ilk kez tıbbi malzeme satışı ve tıbbi ekipman tedariki ile faaliyete başladı. Şirket ilk hastanesi olan Etlik Hastanesini 2020 yılında Ankara'da hizmete soktu. 2008 yılında şirketin ikinci hastanesi olan Sincan Hastanesi yine Ankara'da açıldı. 2012 – 2013 yıllarında şirket Van'da iki adet hastane ve Irak, Erbil'de 1 adet ayakta tedavi kliniği satın aldı. Takip eden dönemde 2016 yılında bir adet yeni hastane (Ankara Akay Hastanesi) ve Ankara-Demet'te bir adet poliklinik satın alındı.

Hastanelerin Lokasyonları



Kaynak: Şirket

Ortaklık Yapısı

Lokman Hekim'in sekiz kurucu ortağı şirketin %27 payını doğrudan kontrol etmektedirler. Şirketin halka açık hisseleri ise şirketin %73'ünü temsil etmektedir. Hisseler A ve B grubu olarak iki sınıfa ayrılmıştır. Tamamı kurucu ortakların kontrolünde olan A grubu hisseler toplam ödenmiş sermaye içerisinde %0,81 paya sahiptir ama yönetim kurulu üyelerinin %51'ini belirleme hakkına sahiptir (yönetim kurulunda yedi kişiden beşini, ya da dokuz kişiden yedisini belirliyor).

Lokman Hekim'in Faaliyetleri

Lokman Hekim Etlik Hastanesi

Ankara'nın Etlik semtinde bulunan hastane 5 katlı bir binada faaliyet göstermekte ve 2.900 m2 kapalı alana sahip bulunmaktadır. Bina 1999 yılında 15 yıllığına kiralanmıştır ve kira sözleşmesi 2014 yılında 5+5 yıl olmak üzere uzatılmıştır. Etlik Hastanesi 2 adet ameliyathane, 2 adet doğumhane, 3 adet yeni doğan yoğun bakım küvezi, 3 adet yoğun bakım yatağı, 31 adedi yatan hasta için olmak üzere 37 adet yatak ile teçhiz edilmiştir. Şirket hastaneyi genişletmek üzere komşu bölgede arsa alımı yapmış ve 2017'de ek tesisin inşasına başlanmıştır. 9 bin metrekarelik tesisin inşası tamamlanarak 4Ç20'de bina kullanım izni alınmıştır. Ek tesisle Etlik Hastanesi'nin yatak kapasitesi Haziran ayında 63 adetten 100 adede çıkacaktır. Bu Lokman Hekim Grubu için %10 kapasite artışı anlamına gelmektedir. Etlik Hastanesi Sağlık Bakanlığının Sağlık Kalite Değerlendirmesinde 100 puan üzerinden 92.84 puan ile değerlendirilmiştir.

Lokman Hekim Üniversitesi Ankara Hastanesi

Ankara'nın Sincan ilçesinde 8 katlı bir binada 17.500 metrekarelik alanda hizmet vermektedir. Hastanenin 6 adet tam teçhizatlı ameliyathanesi ve hava ambülansı için bir helikopter pisti bulunmaktadır. Hastanede ayrıca 51 yoğun bakım odası, 6 adet kardiyoloji servisine ait yoğun bakım odası, dört yataklı bir koroner bakım odası 21 adet yeni doğan yoğun bakım küvezi ve 134'ü hasta için olmak üzere toplam 216 yatak kapasitesi bulunmaktadır.

Tıp Fakültesi bünyesinde hastane işletmeciliğinde hastanenin mülkiyeti üniversiteye ait olmakta ancak ilgili hizmetler bir hizmet sözleşmesi çerçevesinde işletmeciye devredilmektedir. Bu sözleşmeye bağlı olarak özel işletmeci hastanenin yıllık ciro ya da kârından pay almaktadır.

Lokman Hekim Ankara Hastanesi, 1 Ocak 2020 tarihinde arazi de dâhil olmak üzere, tüm sabit varlıkları ile Lokman Hekim Üniversitesi Sağlık Uygulamaları ve Araştırma Merkezi'ne üç yıllığına kiralandı. Tüm personel 31 Aralık 2019 tarihinde Lokman Hekim Üniversitesi bünyesine transfer edildi.

Lokman Hekim Akay Hastanesi

Akay Hastanesi Ankara'nın merkezi Çankaya'da 15 yıllığına kiralanmış 11 katlı bir binada 18,000 metrekare alan üzerinde Ağustos 2016'dan beri faaliyet göstermektedir. Hastane üçü dâhiliye yoğun bakım, dördü koroner yoğun bakım, üçü cerrahi yoğun bakım, altı adet yeni doğan yoğun bakım küvezi ve dokuz adet KVC yoğun bakım ünitesi ile birlikte 101'i hastalar için olmak üzere 126 yatak kapasitesine sahiptir. Bu hastane de Sağlık Bakanlığının Sağlık Kalite Değerlendirmesinde 100 puan üzerinden 96,03 puan ile değerlendirilmiştir.

Lokman Hekim Van Hastanesi

Van Hastanesi şehir merkezinde 9 katlı bir binada ve 12,500 metrekare hizmet alanı ile faaliyette bulunmaktadır. Hastanenin tam teçhizatlı 5 adet ameliyathanesi, 16 yataklı dâhiliye yoğun bakım servisi, 15 yataklı cerrahi yoğun bakım servisi, 5 yataklı kardiyoloji yoğun bakım servisi, 17 koroner odası, 64 adet yeni doğan yoğun bakım küvezi ve 99'u hasta için toplam 216 yatak kapasitesi bulunmaktadır. Van Hastanesi Sağlık Bakanlığının Sağlık Kalite Değerlendirmesinde 100 puan üzerinden 96,65 puan ile değerlendirilmiştir.

Lokman Hekim Hayat Hastanesi

Hayat Hastanesi Van şehir merkezinde faaliyet göstermektedir. Hastanenin 2 adet ameliyathanesi, 13 yataklı tedavi ve cerrahi yoğun bakım ünitesi, 26 adet yeni doğan yoğun bakım ünitesi ve 30 adet hasta yatağı bulunmaktadır. Tesis 4.500 metrekare alan üzerinde beş katlı bir binada hizmet vermektedir. Toplam yatak kapasitesi 69 adettir. Hayat Hastanesi de Sağlık Bakanlığının Sağlık Kalite Değerlendirmesinde 100 puan üzerinden 96,95 puan ile değerlendirilmiştir.

Lokman Hekim Erbil Görüntüleme ve Teşhis Merkezi

Bu tesis Irak'ın Erbil şehrinde görüntüleme ve teşhis hizmetleri sağlamak üzere 2013'de kurulmuştur. Şirket 2.000 metrekare kapalı alanda hizmet vermektedir. Tesis bünyesinde radyoloji servisi ve laboratuvarlar bulunmaktadır.

Lokman Hekim Demet Sağlık Tesis

Tesis Ankara'nın Yenimahalle ilçesi Demetevler mevkiinde 2.400 metrekarelik kapalı alan üzerinde hizmet vermektedir. Tesiste ayakta hasta tedavisi ve bazı sağlık hizmetleri sunulmaktadır. Tesis Ekim 2016'dan beri faaliyettedir.

Hay Süt ve Süt Ürünleri

Hay Süt ev Süt Ürünleri tesisi Avrupa standartlarında, sertifikalı süt üretimi ve besicilik faaliyetleri yürütmektedir.

Her Yerde Sağlık ve Elektronik Ticaret (HYSET)

Her Yerde Sağlık ve Elektronik Ticaret (HYSET) Ankara'da 500 bin TL sermaye ile bir teknoloji park bünyesinde kurulmuştur. Sağlık sektörüne dönük dijital dönüşüm ve pazarlama hizmetleri vermektedir. HYSET sağlık hizmeti sağlayıcılarının hizmetlerinin içerik, sunum ve fiyatlandırma açısından karşılaştırılabildiği, randevu alınabilen, hizmet satışı yapılabilen ve gerçek kullanıcıların deneyimlerini paylaşabildikleri bir platform olarak tasarlanmıştır.

Lokman Hekim – Finansal Tablolar & Oranlar

Gelir Tablosu (TRYmn)	2018	2019	2020	2021T	2022T
Net satışlar	286	335	317	393	491
Satışların maliyeti	-248	-294	-246	-301	-376
Brüt kar	39	41	70	92	115
Faaliyet Giderleri	-11	-15	-17	-19	-21
VFÖK	27	26	53	73	94
Diğer faaliyet gelir & giderleri	-2	-6	-4	-4	-5
Yatırım faaliyetlerinden gelir & giderler	0	0	0	0	0
Net finansal gelir & gider	-12	-17	-13	-11	-6
Vergi öncesi kar	13	4	36	58	84
Sürdürülen faaliyetler vergi geliri (gideri)	0	7	-7	-6	-8
Azınlık Payları (-)	5	3	6	6	7
Net Kar	8	8	24	46	69
Amortisman & İtfa Payları	9	18	19	21	22
FAVÖK	36	44	72	94	116
Büyüme Oranları (Yıllık)	2018	2019	2020	2021T	2022T
Net Satışlar	16%	17%	-6%	24%	25%
Brüt Kar	30%	7%	71%	31%	25%
VFÖK	44%	-4%	104%	37%	28%
FAVÖK	30%	20%	65%	30%	23%
Net Kar	33%	-1%	193%	91%	48%
Kar Marjları	2018	2019	2020	2021T	2022T
Brüt Kar Marjı	13.5%	12.3%	22.2%	23.4%	23.4%
VFÖK Marjı	9.5%	7.8%	16.8%	18.6%	19.1%
FAVÖK Marjı	12.7%	13.1%	22.8%	23.8%	23.6%
Net Kar Marjı	2.9%	2.5%	7.7%	11.8%	14.0%

Önemli Oranlar	2018	2019	2020	2021T	2022T
Ticari alacak günleri	75	71	77	73	73
Stok günleri	25	29	33	30	30
Ticari borç günleri	51	49	60	60	60
İşletme sermayesi günleri	49	51	50	43	43
Yatırım Harcamaları/Net Satışlar	9.8%	7.0%	14.3%	7.7%	5.0%
Net borç (TRYmn)	119	184	158	126	72
Net borç / Özkaynak	1.4	2.0	1.2	0.7	0.3
Net borç / FAVÖK	3.3	4.2	2.2	1.3	0.6
Aktif Karlılık Oranı (%)	3.2%	2.5%	6.4%	11.4%	14.9%
Yatırım Sermayesi Karlılık Oranı (%)	12.3%	8.7%	15.1%	19.8%	24.4%
Özkaynak Karlılık Oranı (%)	9.9%	8.8%	18.7%	26.3%	28.5%
Temettü Dağıtma Oranı (%)	38%	14%	36%	33%	20%
Temettü getirisi (%)	2.1%	1.1%	1.9%	1.7%	2.0%
Etkin vergi oranı (%)	-0.4%	195.1%	-18.3%	-10.0%	-10.0%
Değerleme	2018	2019	2020	2021T	2022T
FD/Net Satışlar	0.9	0.9	1.1	1.5	1.1
FD/FAVÖK*(azınlık paylarına göre düzeltilmiş)	8.0	7.0	5.3	6.7	4.9
F/K	16.0	12.3	8.2	9.9	6.7
Serbest Nakit Akışı getirisi (%)	5.6%	8.8%	3.2%	14.1%	22.1%

Nakit Akışı (TRYmn)	2018	2019	2020	2021T	2022T
Vergi Öncesi Kar	18	6	42	65	91
Amortisman & İtfa Payları	9	18	19	21	22
İşletme Sermayesindeki Değişim	8	8	-9	10	13
İşletme Faaliyetlerinden Elde Edilen Nakit	36	32	52	95	126
Yatırım Harcamaları	-28	-23	-45	-30	-25
Serbest Nakit Akışı	7	9	6	65	102
Finansal Borçlardaki Değişim	47	71	-26	-30	0
Ödenen Temettü	-2	-1	-3	-8	-9

Bilanço (TRYmn)	2018	2019	2020	2021T	2022T
Dönen Varlıklar	102	118	108	130	210
Nakit & Nakit Benzerleri	1	7	8	10	64
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	61	69	64	79	98
Kısa Vadeli Diğer Alacaklar	5	3	1	1	1
Stoklar	21	25	20	25	31
Diğer Dönen Varlıklar	14	14	15	15	16
Duran Varlıklar	184	255	281	291	294
Kullanım Hakkı Varlıkları	0	58	44	44	44
Maddi Duran Varlıklar	109	123	158	168	171
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	23	23	23	23	23
Diğer Duran Varlıklar	52	50	55	55	55
Toplam Varlıklar	287	373	390	421	504
Kısa Vadeli Yükümlülükler	144	149	146	159	177
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	85	83	66	66	66
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	38	40	40	49	62
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	0	1	17	19	21
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	21	25	23	25	27
Uzun Vadeli Yükümlülükler	59	130	113	85	87
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	36	109	100	70	70
Uzun Vadeli Karşılıklar	4	6	5	6	6
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	18	15	9	10	11
Özkaynaklar	84	94	130	177	241
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	24	24	24	24	24
Azınlık Payları	20	22	27	30	34
Toplam Kaynaklar	287	373	390	421	504

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 bilgilere dayanarak aldıkları 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 bilgiler dolayısıyla 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 Internet üzerinden e-mail 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. 2021