Sağlık / Şirket Raporu

28 Kasım 2022

Lokman Hekim

Endeksin Üzerinde Getiri
Hisse Fiyatı: TRY29,2
12 Aylık Hedef: TRY41,0

Defansif bir fırsat…

Aytunç Uz
aytunc.uz@akyatirim.com.tr

Lokman Hekim'i "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemiz ve 41,0 TL 12 aylık hedef fiyatımız ile tekrar araştırma kapsamına dâhil ediyoruz. Lokman Hekim'i beğenmemizin sebepleri: (1) Lokman Hekim İstanbul Hastanesi'nin (LH İstanbul Hastanesi) satın alınması, (2) sağlık turizmi gelirlerinin net satışlar içerisinde payının artması, (3) potansiyel yatırımlar, (4) hisse geri alımları ve (5) portföydeki diğer hastaneler için afiliasyon alınması potansiyelidir.

LH İstanbul'un satın alınması. 1 Nisan 2022'de Lokman Hekim "Adatıp Sağlık Hizmetleri" şirketini 129,6 milyon TL tutarına satın almış ve adını LH İstanbul Hastanesi olarak değiştirmiştir. Söz konusu satın alma ile şirket, ağırlıklı olarak sağlık turizmi aracılığıyla marka değerini, net satışlarını ve karlılık oranlarını artırmayı hedeflemektedir. Adatıp Hastanesi'nin 83,4 milyon TL net borcu sebebiyle Lokman Hekim, 46,2 milyon TL tutarında nakit ödemesi gerçekleştirmiştir. LH İstanbul Hastanesi 2Ç22 ve 3Ç22'de sırasıyla 34 milyon ve 45 milyon TL net satış açıklamıştır. LH İstanbul Hastanesi 2Ç22 ve 3Ç22'de sırasıyla 4 milyon ve 4 milyon TL FAVÖK açıklamıştır. LH İstanbul Hastanesi 2Ç22 ve 3Ç22'de sırasıyla %12,6 ve %9,6 FAVÖK marjı elde etmiştir. Lokman Hekim'in operasyonları iyileştirmesinin 18-36 ay sürdüğünü düşünürsek, LH İstanbul Hastanesi'nin 2023-2024'te olumlu katkılar yapması gerektiğine inanıyoruz.

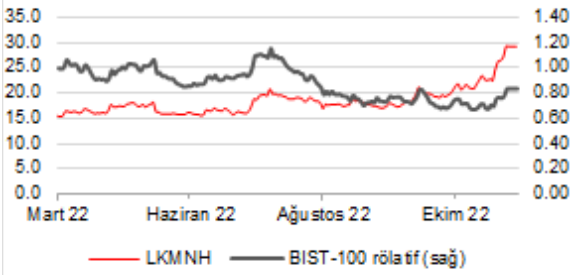
Sağlık turizmi gelirlerinin konsolide net satışlar içerisindeki payının artması. 2019 yılında sağlık turizmi gelirlerinin konsolide net satışlar içerisindeki payı %6,3 seviyesindeydi. 2020 ve 2021'de söz konusu oran sırasıyla %7,7 ve %11,3 seviyelerine yükselmiştir. 9A22'de söz konusu oran %12,4 seviyesinde gerçekleşmiştir. Sağlık turizmi tarifelerinde tavan fiyat olmaması nedeniyle söz konusu segmentinin yurt içine göre marjının %1-2 daha yüksek olduğunu biliyoruz. Ayrıca, sağlık turizminin ağırlıklı olarak nakit bazlı bir işkolu olduğu düşünülürse, alacak vadeleri azalmalı, serbest nakit akışı ve özkaynak getirisi yükselmelidir. Yönetim, sağlık turizmi gelirlerinin konsolide net satışlar içerisindeki payını ~%25 seviyesine çıkartmayı hedeflemektedir.

Üç potansiyel yatırım. 1) Yönetim, Akay Hastanesi'nin yatak kapasitesini 126'dan 150'ye çıkartacak bir yatırım üzerinde çalışmaktadır. İnşaat maliyetlerindeki artış ve yatırımın gerektirdiği inşaatın faaliyetleri durdurması gerektiği için yatırım süreci ertelenmiştir. 2) Yönetim, LH Üniversite Ankara Hastanesi'nin yatak kapasitesini 216'dan 230-235 seviyesine yükseltecek bir yatırım üzerinde çalışmaktadır. 3) Yönetim, güncel durumda 115 yatak kapasitesi ile faaliyet gösteren LH İstanbul Hastanesi'nin kapasitesini 200 yatak seviyesine çıkartmak için lisans satın almayı planlamaktadır. Söz konusu yatırımların etkisini modelimize henüz eklemedik.

Başka hastanelerde afiliasyon alınması potansiyeli. Yönetim, Etlik ve Akay Hastaneleri için afiliasyon almaya çalışmaktadır. Eğer söz konusu durum gerçekleşirse şirketin net satışları ve marjlarının olumlu etkileneceğini düşünüyoruz.

Risk faktörleri. (1) SGK ödeme sisteminde değişiklik, (2) sağlık turizmini etkileyebilecek jeopolitik gelişmeler, (3) verimsiz fiyat rekabeti ve (4) şehir hastanelerinin yaratabileceği potansiyel rekabet.

Bloomberg Kodu				LKMNH TI
Tavsiye				**Endeksin Üzerinde Getiri**
Hedef fiyat, TL/hisse				**TRY41.00**
Son kapanış, TL/hisse				29.22
Yukarı potansiyel				%40
Halka açıklık oranı				%66
Piyasa değeri, TL mn				1,052
Firma değeri, TL mn				1,389
Finansal veriler	**2020**	**2021**	**2022T**	**2023T**
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	317	453	830	1,326
FAVÖK	72	114	182	305
Net kar	24	70	103	182
Net borç	158	125	324	306
Net borç/FAVÖK	2.18	1.10	1.78	1.00
FAVÖK marjı	%22.8	%25.1	%22.0	%23.0
Net marj	%7.7	%15.5	%12.4	%13.7
Ciro, y/y	-%6	%43	%83	%60
FAVÖK, y/y	%65	%58	%60	%67
Net kar, y/y	%193	%190	%47	%76
F/K	8.2	5.6	10.2	5.8
FD/FAVÖK	4.9	4.5	7.5	4.4
FD/Ciro	1.1	1.1	1.7	1.0
Hisse verisi	**1a**	**3a**	**6a**	**ytd**
Nominal değişim	%51	%64	%67	%124
BIST 100 rölatif	%23	%6	-%17	-%15
AOİH, TRYmn	50	27	15	13



Rapor fiyatları 25 Kasım, 2022
Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Lokman Hekim UFRS Finansallar

Gelir Tablosu (TRYmn)	2019	2020	2021	2022T	2023T
Satış Gelirleri	**335**	**317**	**453**	**830**	**1,326**
Brüt Kar	**41**	**70**	**114**	**185**	**300**
Operasyonel Giderler	15	17	25	50	72
Faaliyet Karı	**26**	**53**	**89**	**135**	**228**
FAVÖK	**44**	**72**	**114**	**182**	**305**
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-6	-4	-11	-18	-27
Yatırım Faalaliyetlerinden Gelir / (Gider)	0	0	2	1	1
Finansal Gelir / (Gider)	-17	-13	-19	-45	-44
Vergi Öncesi Kar	**4**	**36**	**61**	**72**	**159**
Vergi Geliri / (Gideri)	7	-7	21	43	43
Azınlık Payları	3	6	12	12	20
Net Kar	**8**	**24**	**70**	**103**	**182**
Hisse Başı Net Kar	0.3	1.0	2.0	2.9	5.1
Hisse Başı Temettü	0.1	0.3	0.4	0.7	1.3
Temettü Dağıtım Oranı	23.9%	33.6%	19.9%	25.0%	25.0%

Bilanço (TRYmn)	2019	2020	2021	2022T	2023T
Dönen Varlıklar	**118**	**108**	**123**	**255**	**407**
Nakit ve Nakit Benzerleri	7	8	11	25	40
Ticari Alacaklar	69	64	72	127	203
Stoklar	25	20	21	54	85
Diğer Dönen Varlıklar	17	16	20	50	80
Duran Varlıklar	**255**	**281**	**354**	**670**	**787**
Maddi Duran Varlıklar	219	240	285	492	508
Diğer Duran Varlıklar	37	42	69	178	280
Toplam Varlıklar	**373**	**390**	**477**	**925**	**1,195**
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**149**	**146**	**163**	**371**	**421**
Finansal Borçlar	83	66	63	139	138
Ticari Borçlar	40	40	59	152	157
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	26	40	41	79	126
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**130**	**113**	**93**	**284**	**327**
Finansal Borçlar	109	100	73	209	207
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	21	14	20	75	119
Özkaynaklar	**94**	**130**	**221**	**271**	**447**
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	72	103	182	220	376
Toplam Kaynaklar	**373**	**390**	**477**	**925**	**1,195**

Nakit Akım Tablosu (TRYmn)	2019	2020	2021	2022T	2023T
Net Kar	8	24	70	103	182
Amortisman ve İtfa Payları	18	19	25	48	78
İşletme Sermayesindeki Değişim	-8	9	10	5	-103
Sabit Sermaye Yatırımları	-23	-50	-44	-151	-93
Temettü Ödemeleri	-1	-2	-8	-14	-26
Finansal Borç Değişimi	71	-26	-30	213	-3
Diğer Nakit Değişimi	-57	33	-12	-179	5
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	7	8	11	25	40

Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

Büyüme	2019	2020	2021	2022T	2023T
Net Satışlar	17.2%	-5.5%	43.2%	83.0%	59.9%
Hastane Satış Gelirleri	18.6%	-19.1%	45.0%	88.0%	61.2%
Ayakta Hasta Satış Gelirleri	24.6%	-21.2%	59.4%	99.3%	64.4%
Yatan Hasta Satış Gelirleri	13.7%	-17.1%	32.8%	76.4%	57.6%
Çiftlik Satış Gelirleri	-19.2%	21.4%	18.9%	149.9%	45.1%
Hastane Kira Gelirleri	n.m.	n.m.	81.0%	34.2%	45.4%
Hasta Sayısı	2.8%	-37.5%	19.4%	13.9%	10.9%
Ayakta Hasta Sayısı	3.1%	-37.5%	19.0%	14.3%	10.9%
Yatan Hasta Sayısı	-1.8%	-37.0%	26.4%	7.8%	9.8%
Brüt Kar	6.5%	71.0%	62.7%	61.4%	62.8%
Operasyonel Giderler	30.9%	13.3%	49.0%	96.9%	45.6%
Faaliyet Karı	-3.8%	104.1%	67.0%	51.3%	69.1%
FAVÖK	20.3%	65.1%	57.6%	60.0%	67.5%
Net Kar	-0.9%	193.3%	189.6%	47.1%	76.3%

Karlılık	2019	2020	2021	2022T	2023T
Brüt Kar Marjı	12.3%	22.2%	25.2%	22.2%	22.6%
Operasyonel Gider Marjı	4.5%	5.4%	5.6%	6.0%	5.5%
Faaliyet Kar Marjı	7.8%	16.8%	19.6%	16.2%	17.2%
FAVÖK Marjı	13.1%	22.8%	25.1%	22.0%	23.0%
Net Kar Marjı	2.5%	7.7%	15.5%	12.4%	13.7%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	12.2%	27.8%	49.2%	51.4%	61.1%
Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	8.9%	15.4%	23.0%	23.3%	27.4%

Rasyo Analizi	2019	2020	2021	2022T	2023T
F / K	12.3	8.2	5.6	10.2	5.8
FD / FAVÖK	7.0	4.9	4.5	7.5	4.4
FD / Satış	0.9	1.1	1.1	1.7	1.0
Temettü Verimi	0.3%	1.2%	1.3%	2.5%	4.3%

Borçluluk	2019	2020	2021	2022T	2023T
Net Borç (Nakit)	184	158	125	324	306
Net Borç / FAVÖK	4.2	2.2	1.1	1.8	1.0
Net Faiz Gideri	-16	-13	-18	-45	-45
Faaliyet Karı / Net Faiz Gideri (Geliri)	1.6	4.1	4.8	3.0	5.0

Operasyonel Veriler	2019	2020	2021	2022T	2023T
Hasta Sayısı (Bin Kişi)	1,139	712	850	968	1,074
Ayakta Hasta Sayısı	1,079	674	803	917	1,018
Yatan Hasta Sayısı	60	38	47	51	56

Defansif bir fırsat…

2022'de net satışların yıllık %83 artarak 830 milyon TL olmasını bekliyoruz. Yönetimin net satış öngörüsü 810-830 milyon TL seviyesindedir. 2019'da Lokman Hekim 664 yatak kapasitesiyle faaliyet göstermekteydi. 2020'de şirket, Ankara Hastanesi'ni Lokman Hekim Üniversitesi'ne kiraladığı için yatak kapasitesi 664'den 448'e gerilemiştir. 3Ç21'de Etlik Hastanesi'nin yatak kapasitesi 37'den 100'e yükseltilmiştir. 2Ç22'de şirket, 115 yatak kapasitesine sahip olan LH İstanbul Hastanesi'ni satın almıştır. 2023'te 2019'a paralel bir toplam hasta/yatak kapasitesi oranı bekliyoruz. 2023'te toplam hasta sayısının yıllık %11 artarak 2019 seviyesinin %6 altında 1.074 bin kişi bekliyoruz. 2023'te SUT fiyatlarının ortalama enflasyon beklentimize paralel %45 artmasını bekliyoruz. **Bu varsayımlarla 2023'te net satışların yıllık %60 artarak 1,3 milyar TL olmasını bekliyoruz.**

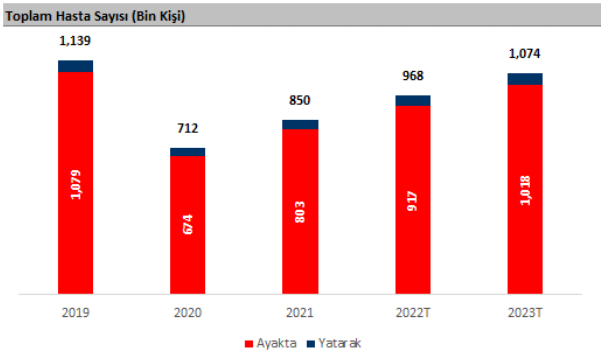
2022'de FAVÖK'ün yıllık %60 artarak 182 milyon TL olmasını bekliyoruz. Yönetimin FAVÖK beklentisi 185-205 milyon TL seviyesindedir. 2021'de şirket rekor %25 FAVÖK marjı elde etmiştir. 1Ç22'de şirket rekor yılın üzerine FAVÖK marjını yıllık 193 baz puan artırmayı başarmıştır. 1 Nisan 2022'de şirket, LH İstanbul Hastanesi'ni satın almıştır. LH İstanbul, 2Ç22 ve 3Ç22'de sırasıyla %12,6 ve %9,6 FAVÖK marjı elde etmiştir. Şirketin FAVÖK marjı 2Ç22'den başlayarak yeni satın alımın sulandırıcı etkisi, yüksek enerji maliyetleri ve Temmuz'daki asgari ücret zammı sebepleriyle yıllık bazda daralmıştır. Eylül 2022'de SUT fiyatlarına zam yapılmıştır. SUT zammının tam etkisinin 4Ç22'de görülmesini bekliyoruz. Yönetim, Ankara'da 100 milyon TL yatırım tutarında 12 MW kapasiteli bir GES yatırımı üzerine çalışmaktadır. Söz konusu GES yatırımının enerji maliyetlerini düşürmesi hedeflenmektedir. **2023'te, LH İstanbul Hastanesi'nin marjının iyileşmesi, sağlık turizmi gelirlerinin konsolide satışlar içerisindeki payının artmasıyla FAVÖK'ün yıllık %67 artarak 305 milyon TL olmasını bekliyoruz. 2023'te şirketin %23 FAVÖK marjı elde etmesini bekliyoruz.**

2022'de net karın yıllık %47 artarak 103 milyon TL olmasını bekliyoruz. 2022'de yeniden değerleme sebebiyle 43 milyon TL vergi geliri bekliyoruz. 2023'te net karın yıllık %76 artarak 182 milyon TL olmasını bekliyoruz. 2023'te 2022'ye benzer bir şekilde 43 milyon TL vergi geliri varsayıyoruz.

2012-2021'de şirketin temettü dağıtım oranı %14-84 arasında olup ortalama %43 seviyesindedir. 2017-2021'de şirketin temettü dağıtım oranı %14-38 arasında olup ortalama %26 seviyesindedir. **2022'den başlayarak şirketin dağıtım oranını %25 seviyesinde varsayıyoruz.** Şirket temettü ödemelerini 2 eşit taksit şeklinde yapıyor. Şirket, düzenli temettü ödeyen bir kurumdur.

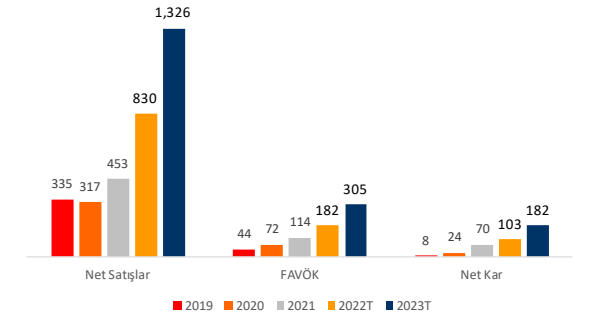
Önceki yıllarda Lokman Hekim, hisse geri alım programını yukarı revize ederek devam ettirmiştir. Kasım 2022'de şirket önceden geri aldığı 1,46 milyon adet hisseyi 20,1 TL fiyattan satmıştır. Söz konusu hisselerin ortalama maliyet 13,44 TL seviyesindeydi. Şirket, satıştan 9,7 milyon TL kar elde etmiştir. Söz konusu nakit akışı borç ödeme ve yeni yatırımların finanse edilmesinde kullanılacaktır. Ek olarak şirket, geri alım programını yukarı revize etmiştir. Yeni programda geri alım tavan fiyatı 50 TL olarak belirlenmiştir. (Önceden 20 TL). Yeni programda geri alıma ayrılacak toplam fon 30 milyon TL'den 100 milyon TL seviyesine yükseltilmiştir. Yeni geri alım programı genel kurulun onayına sunulacaktır.

Toplam Hasta Sayısı (Bin Kişi)



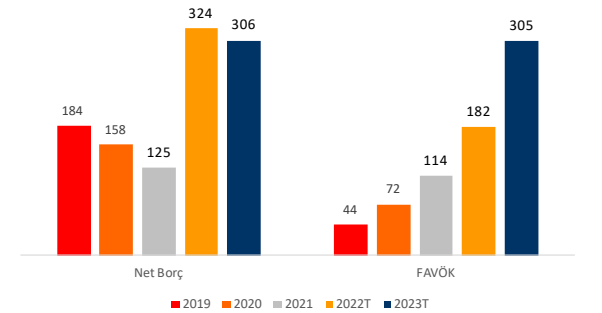
Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

Net Satışlar (TRY mn)



Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

Net Borç ve FAVÖK (TRY mn)



Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

4Ç22 Tahminlerimiz

1Ç22'de net satışlar ortalama enflasyon olan %55'in üzerinde yıllık %58 artmıştı. 1Ç22'de FAVÖK yıllık %72 artmış, FAVÖK marjı ise yıllık 193 baz puan artmıştı. Nisan 2022'de LH İstanbul satın alımı tamamlanmıştır. Ramazan ayındaki dönemsel yavaşlamanın olumsuz etkisi, enerji ve personel maliyetlerindeki artış ve yeni satın alınan şirketin sulandırıcı etkisi sebepleriyle şirket, 2Ç22 ve 3Ç22'de tatmin edici sonuçlar açıklayamamıştır. 2Ç22'de şirketin net satışları %95 artmıştır. LH İstanbul hariç karşılaştırılabilir net satışlar yıllık %60 artmıştır. 2Ç22'de ortalama enflasyon %74 seviyesindeydi. 2Ç22'de FAVÖK yıllık %63 artarken, LH İstanbul hariç karşılaştırılabilir FAVÖK %45 artmıştır. 3Ç22'de şirketin net satışları yıllık %83 artarken, LH İstanbul hariç karşılaştırılabilir net satışlar yıllık %57 artmıştır. 3Ç22'de ortalama enflasyon %81 seviyesindeydi. 3Ç22'de FAVÖK yıllık %48 artarken, LH İstanbul hariç karşılaştırılabilir FAVÖK %34 artmıştır.

4Ç22'de net satışların ortalama enflasyon beklentimiz olan %81'in hafif üzerinde %82 oranında artmasını bekliyoruz. 2022'de net satışlar şirket öngörüsü olan 810-830 milyon TL seviyesine paralel, 830 milyon TL seviyesinde olmasını bekliyoruz. Eylül 2022'de SUT fiyatı artışıyla beraber, 4Ç22'deki net satışlar eğiliminin önceki iki çeyrekten daha iyi olacağını düşünüyoruz. Enerji maliyetlerinin yüksek kalmaya devam edeceği ve LH İstanbul'un sulandırıcı etkisi sebepleriyle FAVÖK'ün 4Ç22'de yıllık %60 artmasını bekliyoruz. 4Ç22'de FAVÖK marjının yıllık 337 baz puan daralmasını bekliyoruz. 2022'de FAVÖK'ün şirket beklentisi olan 185-205 milyon TL seviyesinin hafif altında 182 milyon TL olmasını bekliyoruz.

2022'de SUT fiyat artışı Şubat ayında yapılmıştı. 2023'te benzer bir durum olacağını ve LH İstanbul ile enerji maliyetlerinin normalize olacağını varsayarak Lokman Hekim'in FAVÖK marjının 2Ç23 itibarıyla yıllık bazda artmaya başlayacağını düşünüyoruz.

Özet Gelir Tablosu								
TRYmn	**4Ç22F**	**4Ç21**	**y/y**	**3Ç22**	**q/q**	**2021**	**2020**	**y/y**
Net Satışlar	**250**	**137**	**81.8%**	**233**	**7.3%**	**453**	**317**	**43.2%**
Brüt Kar	64	39	65.1%	45	42.6%	114	70	62.7%
Brüt Kar Marjı	*25.6%*	*28.2%*	-259 bps	*19.3%*	634 bps	*25.2%*	*22.2%*	302 bps
Amortisman	14	7		13		25	19	31.0%
FAVÖK	**63**	**39**	**60.4%**	**44**	**42.1%**	**114**	**72**	**57.6%**
FAVÖK Marjı	*25.2%*	*28.6%*	-337 bps	*19.0%*	617 bps	*25.1%*	*22.8%*	230 bps
Net Kar	**37**	**27**	**36.4%**	**21**	**79.3%**	**70**	**24**	**189.6%**
Net Kar Marjı	*14.9%*	*19.9%*	-498 bps	*9.0%*	600 bps	*15.5%*	*7.7%*	783 bps

Benzer Şirket Çarpanları

Lokman Hekim'in uluslararası emsallerini gelişmekte olan pazarlardaki ve MENA bölgesindeki hastane operatörlerinden seçtik. Emsal şirketler 2023 tahminlerine göre 14,3 FD/FAVÖK ve 26,4 F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir. Ülke riskleri ve şirket büyüklüklerindeki farklılıkları göz önünde bulundurarak, Lokman Hekim'i değerlerken uluslararası çarpanları kullanmaktan kaçındık.

Çarpanlar - Benzer Şirketler

		FD/FAVÖK		F/K	
Şirket	**Sembol**	**2023T**	**2024T**	**2023T**	**2024T**
Apollo Hospitals	APHS IN	24.7	20.2	50.6	38.8
Fortis Healthcare	FORH IN	18.3	15.9	36.8	31.2
Narayana Hrudayalaya	NARH IN	17.2	14.8	30.9	24.8
Siloam International	SILO IJ	7.4	6.5	25.3	21.4
Mitra Keluarga	MIKA IJ	21.3	18.6	33.3	29.2
IHH Healthcare	IHH MK	13.9	13.1	29.3	26.7
MD Medical Group	MDMG LI	5.4	5.0	6.6	6.0
Dallah Healthcare	DALLAH AB	27.4	24.2	39.6	31.4
Mouwasat Medical	MOUWASAT AB	20.8	17.3	26.8	22.4
Middle East Healthcare	MEH AB	14.5	13.6	27.0	19.5
Al Hammadi	ALHAMMAD AB	16.5	16.2	26.1	24.4
National Medical	CARE AB	14.0	14.5	21.6	19.9
Netcare	NTC SJ	7.1	5.9	11.6	8.7
MDC Holdings	MDC LN	9.5	9.0	15.6	13.9
Life Healthcare	LHC SJ	5.9	5.0	11.4	8.7
Bangkok Dusit	BDMS TB	21.2	19.5	37.8	34.2
Bumrungrad Hospital	BH TB	24.3	22.4	36.6	33.1
Raffles Medical	RFMD SP	13.5	13.1	25.6	24.2
KPJ Healthcare	KPJ MK	11.1	10.3	24.4	21.0
Medical Park	MPARK TI	5.0	4.0	9.9	6.8
Lokman Hekim*	LKMNH TI	4.4	3.5	5.8	5.7
Medyan		14.3	14.0	26.4	23.3
Prim/(İskonto)		-68.8%	-74.9%	-78.2%	-75.6%

Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma

**Lokman Hekim çarpanları bizim tahminlerimize göre hesaplanmıştır.*

***Bloomberg çarpanları 1BF ve 2BF rakamları üzerinden hesaplanmıştır.*

Değerleme

Lokman Hekim'i değerlerken İNA ve 1-yıl ileri FD/FAVÖK çarpanı kullandık. İki yönteme de %50 eşit ağırlık verdik. İNA modelimizde %21 TL risksiz getiri, %5,5 risk primi ve 0,6 beta kullandık. Sonsuz değerde risksiz getiri varsayımımızı %12'ye düşürdük. Sonsuz değerde %7 büyüme kullandık. Önceden Medikal Park'ı değerlerken 7,0x FD/FAVÖK çarpanı kullanmıştık. Lokman Hekim'in yatırım harcaması ve işletme sermayesi ihtiyacı daha yüksek olduğu için şirketin daha düşük bir çarpanı hak ettiğini düşünüyoruz. Lokman Hekim'i değerlerken 6,5x FD/FAVÖK çarpanı kullandık.

Lokman Hekim iştiraki olan Lokman Hekim Van Sağlık Hizmetleri ve Engürüsağ Genel Ticaret şirketlerinin tamamına sahip değildir. Söz konusu iki şirket Lokman Hekim'in bilançosunda azınlık payı bakiyesini yaratmaktadır. Van'daki iki hastane de Lokman Hekim için azınlık payı yaratmaktadır. Söz konusu iki hastanenin de olgun şirketler olduğunu düşünürsek, bunların adil değer hesabında negatif bir etki yaratması gerektiğini düşünüyoruz. Yönetim hastane bazında finansal bilgi paylaşmamaktadır. 3Ç22'de konsolide azınlık özkaynak değeri, toplam özkaynakların %19,6'sını oluşturmaktaydı. Değerlememizde şirketin değerine %19,6 oranında negatif bir düzeltme yaptık.

İndirgenmiş Nakit Akımı(TRY mn)	**2023T**	**2024T**	**2025T**	**2026T**	**2027T**	**2028T**	**2029T**	**2030T**	**2031T**	**2032T**
Net Satışlar	1,326	1,761	2,105	2,417	2,746	3,107	3,501	3,929	4,391	4,916
FAVÖK	305	405	481	549	618	693	775	865	962	1,067
marj	*23.0%*	*23.0%*	*22.8%*	*22.7%*	*22.5%*	*22.3%*	*22.2%*	*22.0%*	*21.9%*	*21.7%*
Vergi	-46	-60	-71	-81	-91	-102	-114	-127	-140	-156
vergi oranı	*-20.0%*	*-20.0%*	*-20.0%*	*-20.0%*	*-20.0%*	*-20.0%*	*-20.0%*	*-20.0%*	*-20.0%*	*-20.0%*
İşletme Sermayesi Değ.	-103	-43	-34	-31	-32	-35	-38	-42	-45	-51
Yatırım Harcamaları	-93	-123	-147	-169	-192	-217	-245	-275	-307	-344
Serbest Nakit Akışı	**64**	**178**	**228**	**268**	**302**	**338**	**378**	**422**	**470**	**516**
İndirgeme Oranı	1.23	1.51	1.85	2.28	2.80	3.43	4.22	5.18	6.36	7.81
SNA Bugünkü Değeri (2023-2032)	928									
Sonsuz Değer @ 7%	1,412									
Faaliyetlere İlişkin Olmayan Kalemler	330									
Azınlık Payı Düzeltmesi	395									
Hedef Değer	1,616									
Hisse adedi (mn)	36.0									
Hedef Fiyat (TRY)	**44.9**									

Birinci Yöntem	**TRYmn**
1 yıl ileri emsal FD/FAVÖK	14.3
Prim/(İskonto)	-54%
Hedef Çarpan	6.5
2023T FAVÖK	305
Firma Değeri (TRYmn)	**1,991**
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (TRYmn)	8
Net Borç (TRYmn)	338
Azınlık Payı Düzeltmesi	19.6%
12A Hedef Değer (TRYmn)	**1,335**
İkinci Yöntem	
İNA	
12A Hedef Değer (TRYmn)	**1,616**
Özet	
1 yıl ileri emsal FD/FAVÖK	668
İNA	808
12A Hedef Değer (TRYmn)	**1,476**
Yukarı Potansiyel	40.3%
Hisse adedi	36.0
Güncel Fiyat, TL	29.2
Beklenen Temettü	1.3
Beklenen Temettü Verimi	1.3%
Target Price, TRY	**41.0**

Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma

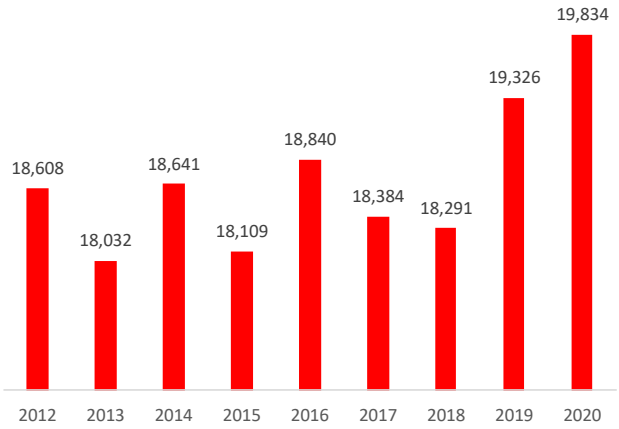
Şirket Profili

Lokman Hekim Engürüsağ Sağlık Turizm Eğitim Hizmetleri ve İnşaat (Lokman Hekim veya Şirket) 1996'da Ankara'da kurulmuştur. İlk başlarda faaliyet alanı medikal ekipman satmak olan şirket, ilk hastanesi Etlik Hastanesi'ni 2002'de Ankara'da açmıştır. 2008'de Sincan, Ankara'da Ankara Hastanesi ismiyle ikinci hastane faaliyetlerine başlamıştır. Şirket 2011 yılında halka arz olmuştur. 2012-2013 döneminde şirket, Van'da iki hastane, Irak, Erbil'de bir adet klinik satın almıştır. 2016'da şirket Akay Hastanesi'ni ve Demetevler polikliniğini satın almıştır. 2017'de kurulan Lokman Hekim Üniversitesi 2018 yılında öğrenci kabul etmeye başlamıştır. 2020'de şirket, Ankara Hastanesi'ni Lokman Hekim Üniversitesi'ne kiralamıştır. Nisan 2022'de şirket LH İstanbul Hastanesi'ni satın almıştır. Güncel durumda şirket beş adet hastane ve 2 adet klinikle sağlık hizmeti sağlamaktadır. Güncel durumda şirketin yatak kapasitesi 626'dır. Üniversite hastanesi olan Ankara Hastanesi'nin yatak kapasitesini de dâhil edersek şirketin 842 adet yatak kapasitesi bulunmaktadır.

9A22'de şirketin 2.322 adet çalışanı, 260 adet doktoru bulunmaktadır.

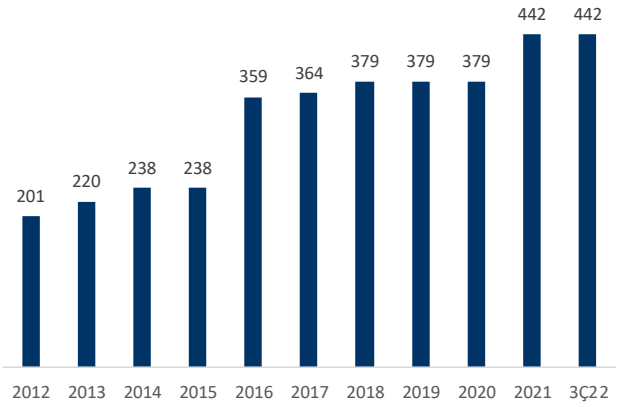
Lokman Hekim Ankara, Van ve İstanbul olmak üzere Türkiye'de üç şehirde ve Erbil, Irak'ta bir klinik ile faaliyet göstermektedir. Erbil, Irak'taki faaliyetler 9A22'de konsolide satışların %2,3'ünü oluşturmaktadır. Şirketin Ankara'da üç adet hastanesi, bir adet kliniği ve bir adet üniversite hastanesi bulunmaktadır. TUIK'deki en son hastane yatak sayısı verisi 2020 yılına aittir. TUIK'ın 2020 verilerine ve şirketin 3Ç22 finansallarına göre Lokman Hekim'in yatak bazında özel hastaneler içerisinde Ankara'daki pazar payı ~%13 seviyesindedir.

Ankara'daki Toplam Hastane Yatak Sayısı



Kaynak: TUIK, Ak Yatırım Araştırma

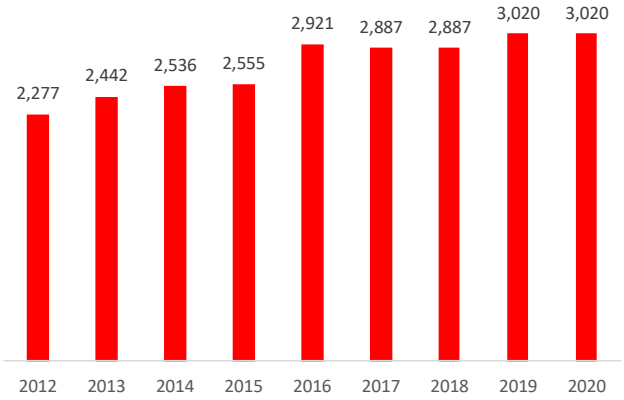
Lokman Hekim'in Ankara'daki Toplam Hastane Yatak Sayısı



Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

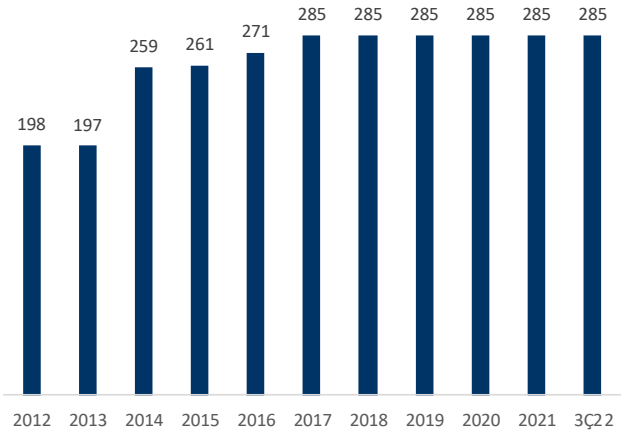
Şirket Van ilinde iki hastane işletmektedir. TUIK'ın 2020 verilerine ve şirketin 3Ç22 finansallarına göre Lokman Hekim'in yatak bazında özel hastaneler içerisinde Van'daki pazar payı ~%79 seviyesindedir. 2020'de Van'da 3'ü özel, 1'i üniversite ve 10 tanesi kamu olmak üzere 14 tane hastane bulunmaktaydı. Lokman Hekim söz konusu 14 hastaneden 2'sini işletmektedir.

Van'daki Toplam Hastane Yatak Sayısı



Kaynak: TUIK, Ak Yatırım Araştırma

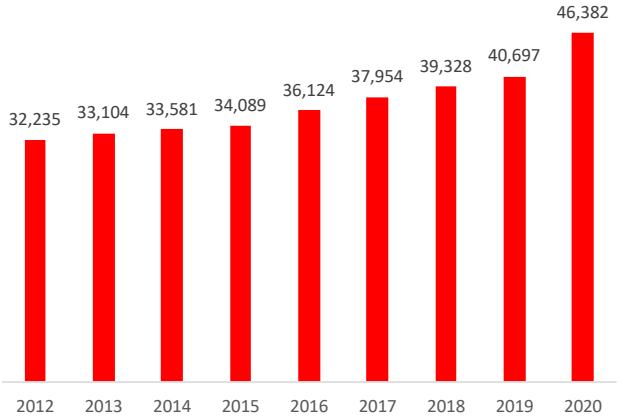
Lokman Hekim'in Van'daki Toplam Hastane Yatak Sayısı



Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

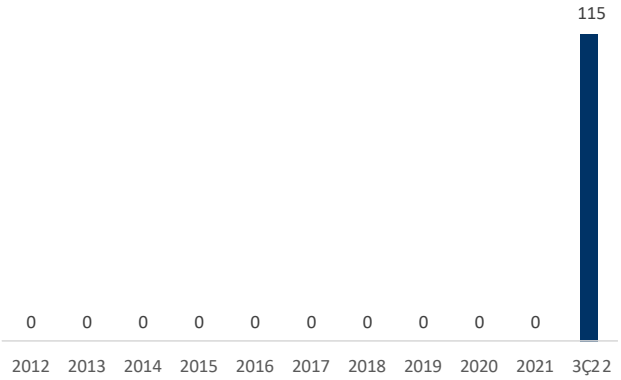
TUIK'ın 2020 verilerine ve şirketin 3Ç22 finansallarına göre Lokman Hekim'in yatak bazında özel hastaneler içerisinde İstanbul'daki pazar payı ~%1 seviyesindedir.

Istanbul'daki Toplam Hastane Yatak Sayısı



Kaynak: TUIK, Ak Yatırım Araştırma

Lokman Hekim'in Istanbul'daki Toplam Hastane Yatak Sayısı



Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

Sahiplik Yapısı

Lokman Hekim'in ana hissedarları 8 kurucudan oluşmakta, söz konusu kurucuların güncel durumdaki sahiplik oranı ~%30 seviyesindedir. Serbest dolaşım oranı %66 seviyesindedir. A ve B olmak üzere iki hisse grubu bulunmaktadır. Kurucular A hisselerinin tamamına sahiptir. A hisseleri toplam sermayenin %0,81'ini oluşturmaktadır. A grubu hissedarların tek avantajı yönetim kuruluna aday gösterme konusundadır.

Lokman Hekim Operasyonları

Lokman Hekim Etlik Hastanesi

Ankara Etlik semtinde 11.900 m2 kapalı alan üzerinde 21 yoğun bakım yatağı, 6 Yeni doğan yoğun bakım yatağı, 73 hasta yatağı olmak üzere toplam 100 yatak ve 4 ameliyathane 2 doğumhane kapasitesine sahiptir.

Hastane, TUV-CERT ISO 9001:2008 Kalite Yönetim Sistemi Belgesine ve Sağlık Bakanlığı ile UNICEF tarafından yürütülen Bebek Dostu Hastane Projesine destek vermekte olup bu kapsam Bebek Dostu Hastane belgesine sahiptir.

Sağlık Bakanlığı tarafından yapılan Sağlıkta Kalite Değerlendirme (SKS) denetimi neticesinde 100 üzerinden 92,84 puan almıştır.

Bina, 1999 yılında 15 yıllığına kiralanmıştır. 2014 yılında 5+5 yıllığına kira sözleşmesi uzatılmıştır.

2017 yılında kapasite artırmak için ek bina inşaatı başlamıştır. Ek bina 3Ç20'de tamamlanmış olup, eski binada yenileme çalışmaları başlamıştır. Eski bina yenilenme çalışması 1Ç21'de tamamlanmıştır. Lisans çalışmaları 3Ç21'de tamamlanmış olup Etlik Hastanesi'nin yatak kapasitesi 37'den 100'e yükseltilmiştir. Yeni bina ile şirket, otel hizmetleri sağlayarak hasta memnuniyetini artırmayı hedeflemektedir.

Lokman Hekim Üniversitesi Ankara Hastanesi

Ankara'nın Sincan ilçesinde 17.500 m2 kapalı alana kurulu olan 8 katlı hastane binası Şirket'in kendisine aittir. Hastanede 6 tam teşekküllü ameliyathane, Hava Ambulansı ile gelecek hastaları kabul etmek üzere bir adet helikopter pisti bulunmaktadır. Hastane bünyesinde 51 yataklı Genel Yoğun Bakım, 6 yataklı kalp damar cerrahi yoğun bakım ünitesi, 4 yataklı koroner yoğun bakım ve 21 adet kuvözlü yeni doğan yoğun bakım ünitesi ve 134 hasta yatağı mevcut olup toplam 216 yatak kapasitesine sahiptir.

Faaliyetler 2008 yılında başlamıştır.

Lokman Hekim Ankara Hastanesi 01.01.2020 tarihinden itibaren Lokman Hekim Üniversitesi Sağlık Uygulama ve Araştırma Merkezi'ne gayrimenkulü dâhil tüm sabit kıymetleri 3 yıl süreyle kiraya verilmiş olup, tüm çalışanları 31.12.2019 itibariyle Lokman Hekim Üniversitesi'ne devredilmiştir.

Şirket ile Lokman Hekim Üniversitesi arasındaki kira bedeli, vakıf üniversitesi hastanesinde elde edilen faaliyet kârı üzerinden hesaplanmaktadır.

Lokman Hekim Ankara Hastanesi'ne ait Hastane ruhsatı, Üniversite hastanesi işletmesi devam ettiği sürece Lokman Hekim Üniversitesi'ne şartlı olarak bağışlanmış olup, Lokman Hekim Ankara Hastanesi, 01.01.2020 tarihi itibariyle Lokman Hekim Üniversitesi Sağlık Uygulama ve Araştırma Merkezi unvanıyla Lokman Hekim Üniversitesi tarafından işletilmektedir.

Lokman Hekim Üniversitesi Ankara Hastanesi'nin gelirleri, 1Ç20'den itibaren hastane kira geliri olarak kaydedilmektedir.

Lokman Hekim Akay Hastanesi

Ankara'nın Çankaya ilçesinde yaklaşık 18.000 m2 kapalı alana kurulu olan 11 katlı hastane binası 15 yıllığına kiralanarak 01.08.2016 itibariyle sağlık hizmeti sunumuna başlamıştır. Hastane bünyesinde 3 yataklı dâhili yoğun bakım, 4 yataklı koroner yoğun bakım, 3 yataklı cerrahi yoğun bakım, 6 kuvözlü yeni doğan yoğun bakım, 9 yataklı KVC yoğun bakım ünitesi ve 101 hasta yatağı mevcut olup toplam 126 yatak kapasitesine sahiptir.

Özel Lokman Hekim Akay Hastanesi TQCSI ISO 9001:2008 Kalite Yönetim Sistemi Standartları belgesine ve Sağlık Bakanlığı ile UNICEF tarafından yürütülen Bebek Dostu Hastane Projesine destek vermekte olup bu kapsam Bebek Dostu Hastane belgesine sahiptir.

Sağlık Bakanlığı tarafından yapılan Sağlıkta Kalite Değerlendirme (SKS) denetimi neticesinde 100 üzerinden 96,03 puan almıştır.

Şirket, Akay Hastanesi'ni 2016 yılında 21,2 milyon TL + KDV bedeline satın almıştır. Ankara Akay Hastanesi, otel işletmeciliği hizmetleri kapsamında hasta ve hasta yakınlarının konforu düşünülerek tasarlanmış odaları ve VIP hizmetleri ile öne çıkmaktadır.

Akay Hastanesi'nin satın alımıyla birlikte şirket, sağlık turizmi faaliyetlerini hızlandırmıştır.

Hastanenin satın alınmasından sonra 2017 yılında modernizasyon çalışmaları başlamıştır. Ayrıca hastanenin üst segmentteki rekabet gücünü devam ettirebilmesi için otelcilik alanındaki hastane odaları yenilenmiştir. Şirketin otel işletmeciliği hizmetleri Akay Hastanesi'nin satın alınmasıyla başlamıştır. Şu anda şirket, Akay Hastanesi'nin yatak kapasitesini 126'dan 150'ye çıkarmayı planlamaktadır.

Lokman Hekim Van Hastanesi

Van'ın merkezinde yaklaşık 12.500 m^2 kapalı alana kurulu olan 9 katlı hastanede 5 tam teşekküllü ameliyathane, 16 yataklı dâhili yoğun bakım, 15 yataklı cerrahi yoğun bakım, 5 yataklı KVC yoğun bakım, 17 yataklı koroner yoğun bakım, 64 kuvözlü yeni doğan yoğun bakım ünitesi ve 99 hasta yatağı mevcut olup toplam 216 yatak kapasitesine sahiptir.

Sağlık Bakanlığı tarafından yapılan Sağlıkta Kalite Değerlendirme (SKS) denetimi neticesinde 100 üzerinden 96,65 puan almıştır.

Şirket bu hastaneyi 2012 yılında işletmeye başlamıştır.

2016 yılında şirket, bu hastanede otelcilik faaliyetlerini iyileştirmek için yatırımlar yapmıştır.

Lokman Hekim Hayat Hastanesi

Van'ın merkezinde yaklaşık 4.500 m2 kapalı alana kurulu olan 5 katlı hastanede 2 adet ameliyathane, 13 yataklı dâhili ve cerrahi yoğun bakım, 26 kuvözlü yeni doğan yoğun bakım ünitesi ve 30 hasta yatağı mevcut olup toplam 69 yatak kapasitesine sahiptir.

Sağlık Bakanlığı tarafından yapılan Sağlıkta Kalite Değerlendirme (SKS) denetimi neticesinde 100 üzerinden 96,95 puan almıştır.

Şirket, Hayat Hastanesi'ni 2013 yılında işletmeye başlamıştır.

Lokman Hekim İstanbul Hastanesi

Lokman Hekim İstanbul Sağlık Yatırımları A.Ş.'nin (Adatıp Sağlık Hizmetleri A.Ş.) 20 milyon TL tutarındaki ödenmiş sermayesine tekabül eden %100 oranında paylarının Lokman Hekim tarafından 01.04.2022 tarihi itibariyle devralınmıştır. Adatıp Sağlık Hizmetleri A.Ş. 17.01.1990 tarihinde Sakarya ilinde sağlık hizmet sunumu üzerine kurulmuştur. Adatıp Sağlık Hizmetleri A.Ş.'nin 01.04.2022 tarihli olağanüstü genel kurulunda alınan karar gereğince, yeni ticari unvanının Lokman Hekim İstanbul Sağlık Yatırımları A.Ş. olarak değiştirilmesine, hastanenin Lokman Hekim İstanbul Hastanesi ismiyle hizmet sunumuna devam etmesine karar verilmiştir. Şirketin ana faaliyet konusu sağlık hizmet sunumudur. Şirket İstanbul ili Pendik ilçesinde Lokman Hekim İstanbul Hastanesi'ni işletmektedir. Hastane 17.000 m2 arazi üzerine 25.000 m2 kapalı alanda 200 yatak kapasitesine sahiptir. Hastanenin hâlihazırda 115 yatak kapasitesine sahip hastane ruhsatı bulunmaktadır. Güncel durumda yönetim, hastanenin yatak kapasitesini artırabilmek için lisans arayışı içerisindedir. Yönetim, LH İstanbul Hastanesi'yle sağlık turizmi çalışmalarını hızlandırmayı planlamaktadır.

Lokman Hekim Erbil Görüntüleme ve Teşhis Merkezi

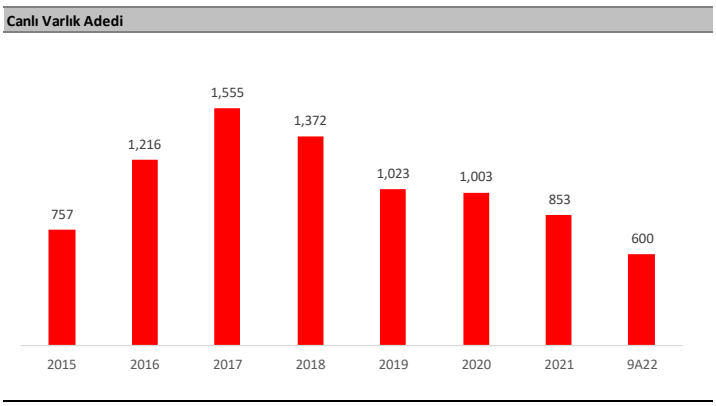
Merkez, 2013 yılında Irak'ın Erbil şehrinde görüntüleme ve teşhis olanakları sağlamak üzere kurulmuştur. Şirket, merkezde radyoloji ve laboratuvar birimlerini içeren yaklaşık 2.000 m² kapalı alanda faaliyet göstermektedir. Bu klinik ayakta tedavi hizmeti vermektedir.

Lokman Hekim Demet Tıp Merkezleri

Ankara'nın Yenimahalle ilçesinde Demetevler semtinde 2.400 m² kapalı alanda, ayakta tedavi ve sağlık hizmeti verilmek üzere 12.04.2016 tarihinde 50 bin TL sermaye ile kurulmuş ve 11.10.2016 tarihinde hasta kabulüne başlanmıştır.

Hay Süt ve Süt Ürünleri Hayvancılık Gıda

Hay Süt, Ankara'nın Haymana ve Bala ilçelerinde faaliyet gösteren ve Avrupa standartlarında süt üretimi ve besi hayvancılığı yapmaktadır. Şirket 23.08.2007'de 1 milyon TL sermaye ile kurulmuştur. 29.03.2011 tarihinde şirketin sermayesi 2,1 milyon TL'ye artırılmıştır. 22.10.2018 tarihinde şirketin sermayesi 11,1 milyon TL'ye artırılmıştır. Son sermaye artışıyla birlikte Lokman Hekim'in şirketteki sahiplik payı %95,01'e yükselmiştir. **Yönetim, yakın gelecekte bu sektörden ayrılmayı planlamaktadır. Şirketin ana faaliyet konusunun hastane işletmeciliği olduğu göz önüne alındığında, diğer iş kollarından ayrılmanın hisse fiyatına olumlu etki edebileceğini düşünüyoruz.**



Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

Her Yerde Sağlık ve Elektronik A.Ş.

Teknopark Ankara'da 500 bin TL sermaye ile kurulan Her Yerde Sağlık (HYSET), sağlıkta dijital dönüşüm ve pazarlama konularında faaliyet gösterecektir. HYSET, anlaşmalı sağlık hizmet sunucularının verdiği hizmetlerin içeriği, sunum şekli ve fiyatlarının karşılaştırılabildiği, randevusunun oluşturulup satın alınabildiği ve gerçek kullanıcı deneyimlerinin paylaşıldığı bir platform olarak tasarlanmıştır. Lokman Hekim şirkete kuruluşunda %100 oranında iştirak etmiştir.

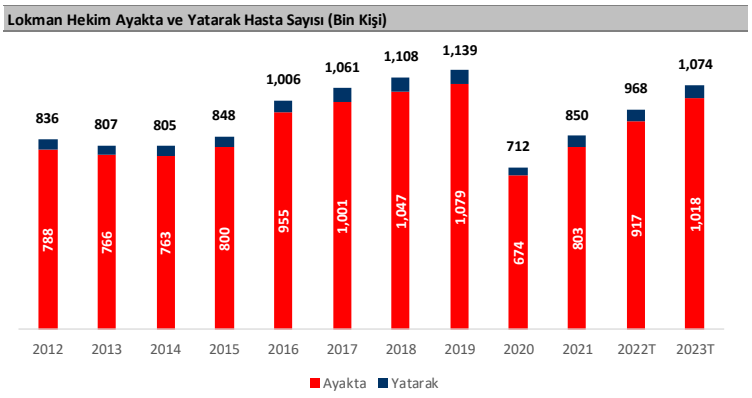
HYS Sigorta Aracılık Hizmetleri A.Ş.

Her Yerde Sağlık ve Elektronik Ticaret A.Ş.'nin %100 oranında ortak olduğu 300 bin TL sermaye ile ana faaliyet konusu sigortacılık ve aracılık hizmetleri olarak faaliyet göstermektedir.

Finansal Analiz

2016 yılında Akay Hastanesi satın alımının olumlu katkısı sayesinde toplam hasta sayısı bir önceki yıla göre %19 artmıştır. 2017-2019 döneminde yatak sayısındaki artış ve kapasite kullanım oranındaki iyileşmeye bağlı olarak toplam hasta sayısında istikrarlı bir artış görülmektedir.

2020'de toplam hasta sayısı yıllık %38 daralmıştır. Pandemi sürecinde hem hastaneye gitme korkusu hem de acil olmayan tedavilerin gecikmesi nedeniyle normal döneme göre hasta sayısında düşüş yaşanmıştır. Kısıtlamaların kaldırılmasıyla birlikte yeni normal dönemde hasta sayısında ve kapasite kullanım oranında hızlı bir artış gözlenmiştir. Ayrıca 1Ç20'den itibaren Ankara Hastanesi Lokman Hekim Üniversitesi'ne kiralanmıştır. Ankara Hastanesi hasta sayısı 1Ç20'den itibaren veri setine dâhil edilmemiştir. 2019'da Lokman Hekim'in 664 yatağı varken 2023'te yatak kapasitesini 626 olarak varsaydık. 2023 yılında toplam hasta/yatak kapasitesi oranının 2019 düzeyine çıkacağı varsayarak, toplam hasta sayısının 2019 yılına göre %6 daha az olacağını öngörüyoruz.

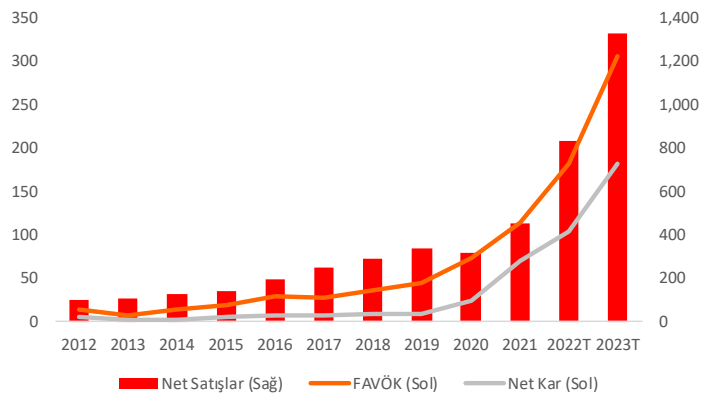


Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

2008-2019 döneminde SUT fiyatları yatay bir seviyede kalmıştır. 2020 yılından itibaren SGK, SUT fiyatlarını artırmaya başlamıştır. 2022-2023 döneminde daha yüksek TL büyüme oranları beklememizin en önemli nedeni SUT fiyat artışlarının TÜFE varsayımlarımız paralelinde devam etmesini bekliyor olmamızdır.

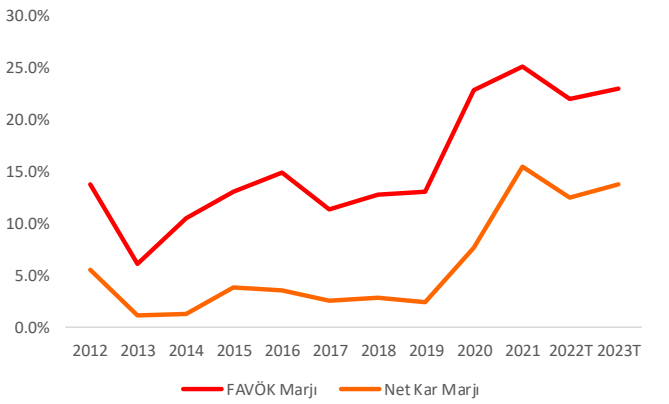
SUT fiyat artışları sayesinde Lokman Hekim, geçmişteki %10-15 seviyelerine kıyasla, %22-25 seviyelerinde FAVÖK marjı kazanmaya başlamıştır. Lokman Hekim'in %22-25 aralığında FAVÖK marjı kazanmaya devam etmesini bekliyoruz. 2022 ve 2023'te Lokman Hekim'in 43 milyon TL vergi geliri elde edeceğini tahmin ediyoruz. Lokman Hekim, 2022 yılında vergi teşvikleri ve vergi teşvik belgelerinin yeniden değerlemesi sayesinde vergi geliri elde etmiştir.

Net Satışlar, FAVÖK ve Net Kar (TRY mn)



Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

FAVÖK ve Net Kar Marjları

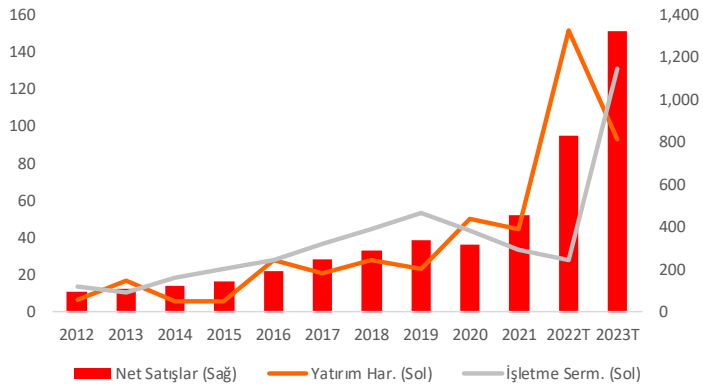


Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

Lokman Hekim, ağırlıklı olarak satın almalar nedeniyle dalgalı bir Yatırım Harcamaları/Net Satışlar oranına sahiptir. Satın almalar hariç, Lokman Hekim'in Yatırım Harcamaları/Net Satışlar oranının %7'de normalleşmesini bekliyoruz.

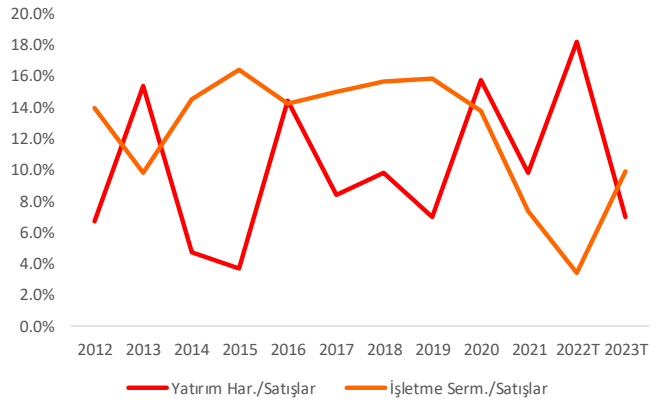
2013 hariç, Lokman Hekim 2012-2019'da ortalama %15 İşletme Sermayesi/Net Satışlar oranı, %14,0-16,5 aralığındadır. Yıllar itibariyle SGK dışı alacakların ticari alacaklar içindeki payı artmış, bu da alacak günlerini azaltmıştır. Ayrıca medikal turizm işkolunun ağırlıklı olarak nakit bazlı bir iş olduğu düşünüldüğünde, alacak günlerinin yıllar itibariyle olumlu etkilendiğini düşünüyoruz. 2022 yılında Lokman Hekim, satıcı vadesini önemli ölçüde artırmıştır. İlerleyen yıllarda söz konusu vadenin normale döneceğini varsayıyoruz. Tahmin dönemimizde Lokman Hekim'in İşletme Sermayesi/Net Satışlar oranını ~%10 seviyesinde normalize ediyoruz.

Net Satışlar, İşletme Sermayesi ve Yatırım Harcamaları (TRY mn)



Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

Yatırım Harc./Satışlar ve İşletme Serm./Satışlar



Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

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 dayanılarak 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. 2019