

# MLP Sağlık

Nötr

**Güçlü hisse performansından sonra önerimizi Nötr'e indiriyoruz**

Aytunç Uz

[aytunc.uz@akyatirim.com.tr](mailto:aytunc.uz@akyatirim.com.tr)

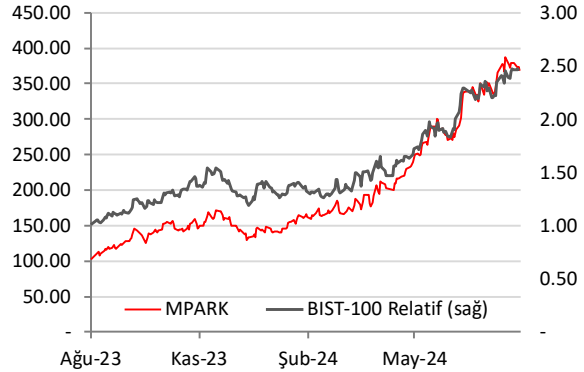
**Tahminlerimizdeki güncellemelerle MLP Sağlık'ın 12 aylık hedef fiyatını 450 TL'ye yükseltiyoruz. Tavsiyemizi "Endeksin Üzerinde Getiri" seviyesinden "Nötr" seviyesine indiriyoruz.** MLP hissesi yılbaşından bu yana nominal olarak %147 ve rölatif olarak %73 getiri sağladı. Güçlü kar momentumunun (organik ve inorganik büyüme ile) ilerleyen çeyreklerde devam edeceğine dair iyimserliğimize rağmen, olumlu beklentilerin fiyatlanmış olduğu görüşümüz sebebiyle tavsiyemizi Nötr'e indiriyoruz.

**Güçlü 2024 beklentileri.** MLP Sağlık'ın net satışları 1Ç24'te yıllık bazda reel olarak %32 arttı. Türk Tabipler Birliği (TTB) fiyat tarifesi Aralık 2023'te Ocak 2024'ten itibaren geçerli olmak üzere %41 oranında artırıldı. Sosyal Güvenlik Sigortası (SGK) fiyat tarifesi Mayıs 2024'te ~%50 oranında artırıldı. Buna ek olarak, TTB Temmuz ayında hemen geçerli olmak üzere ~%25'lik ikinci bir zam açıkladı. Son fiyat artışlarına rağmen, uzun tatil sezonu nedeniyle 2Ç24 net satışlarında çeyrek bazda yavaşlama olacaktır. 2Ç24'te %20 reel net satış büyümesi bekliyoruz. Buna ek olarak, son fiyat artışlarının tam etkisi 3Ç24'te ortaya çıkacaktır. Bu nedenle, satışlardaki reel büyümenin 3Ç24'te %25-30 aralığında gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. 2024 yılında net satışlarda yıllık %26 reel artış bekliyoruz. MLP, 2023 yılında %25,8'lik FAVÖK marjı ile (kira giderleri için düzeltme yapıldıktan sonra bile) rekor bir seviyeye ulaştı. FAVÖK marjı 1Ç24'te yıllık bazda 3,4 puan artışla %25,5 olarak gerçekleşmiştir. 2Ç24'te FAVÖK marjının tatil sezonu ve fiyat artışlarının zamanlaması nedeniyle yıllık bazda 1,1 puan düşüşle %23,2'ye gerilemesini bekliyoruz. Fiyat artışlarının tam olarak uygulanmasının ardından FAVÖK marjının 2Y24'te iyileşeceğine inanıyoruz. Yönetim, 2024 ve sonrası için %26 olan beklentimize karşılık FAVÖK marjını %25-26 seviyesinde tutmayı hedefliyor.

**Hastane satın alımları.** 1Ç24'te ~5700 yatak kapasitesi ile faaliyet gösteren MLP Sağlık, 2024 yılı başından bu yana kapasitesinin %10'una karşılık gelen ~600 yatak kapasiteli 5 hastane satın almıştır. Bu hastaneler Ankara'da faaliyet gösteren Özel Ortadoğu Fizik Tedavi Hastanesi, Kocaeli'nde faaliyet gösteren Özel Gebze Medar Hastanesi, İstanbul'da faaliyet gösteren Özel Medar Ataşehir Hastanesi, İzmir'de faaliyet gösteren Özel Su Hastanesi ve Kosova Priştine'de faaliyet gösteren Kosova Medical Park Hastanesi'dir. MLP, 2024-2026 yıllarında portföyüne 4 yeni hastane eklemeyi planlamaktadır. Yeni alımlarda hastane başına yatak kapasitesinin 200-250 olması beklenmektedir, ancak MLP yeni hastanelerin konumuna bağlı olarak hastane başına katkının daha yüksek olacağına inanmaktadır.

**Risk faktörleri.** (1) SGK ödeme sisteminde değişiklik, (2) sağlık turizmini etkileyebilecek jeopolitik gelişmeler, (3) satın alınan hastanelerin iyileştirilememesi ve (4) şehir hastanelerinin yaratabileceği potansiyel rekabet.

Bloomberg Kodu	MPARK TI			
Tavsiye	Nötr (önceki Endeks Üz. Getiri)			
Hedef Fiyat, TL	450.00 (önceki 270.00)			
Güncel Fiyat, TL	367.75			
Getiri Potansiyeli	22%			
Halka Açıklık Oranı	35%			
Piyasa Değeri, mn TL	76,506			
Firma Değeri, mn TL	72,820			
Finansal Veriler				
	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	22,449	40,588	52,842	62,453
FAVÖK, mn TL	5,784	10,551	13,717	16,212
Net Kâr, mn TL	4,530	4,360	6,380	7,811
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	3,243	1,225	-3,216	-9,914
Net Borç/FAVÖK	0.6	0.1	-0.2	-0.6
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	25.8%	26.0%	26.0%	26.0%
Net Marj	20.2%	10.7%	12.1%	12.5%
Temettü Verimi	-	-	1.1%	1.7%
Büyüme				
Ciro, y/y	128.2%	80.8%	30.2%	18.2%
FAVÖK, y/y	146.6%	82.4%	30.0%	18.2%
Net Kâr, y/y	179.7%	-3.7%	46.4%	22.4%
Değerleme Verisi				
	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	4.8	17.5	12.0	9.8
FD/FAVÖK	3.0	6.7	4.8	3.7
FD/Ciro	0.8	1.7	1.2	0.9
Hisse Verileri				
	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	5.1%	57.2%	280.7%	146.8%
BİST-100 Relatif	5.2%	48.4%	158.3%	73.3%
AOİH, mn TL	206	211	148	167



Piyasa verileri 31 Temmuz 2024 tarihindedir.

## MLP Sağlık TL Finansallar

Gelir Tablosu (TRY mn)	2023	2024T	2025T	2026T
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>22,449</b>	<b>40,588</b>	<b>52,842</b>	<b>62,453</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>6,430</b>	<b>11,000</b>	<b>14,293</b>	<b>16,892</b>
Operasyonel Giderler	2,189	3,461	4,445	5,240
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>4,241</b>	<b>7,538</b>	<b>9,848</b>	<b>11,652</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>5,784</b>	<b>10,551</b>	<b>13,717</b>	<b>16,212</b>
Faaliyetlerden Diğer Gelir / (Gider)	130	-131	-250	-300
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	67	0	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	0	0	0	0
Finansal Gelir / (Gider)	1,386	-1,502	-709	-341
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>5,825</b>	<b>5,906</b>	<b>8,889</b>	<b>11,011</b>
Vergi Geliri / (Gideri)	-1,077	-1,184	-2,033	-2,638
Azınlık Payları	218	362	476	562
<b>Net Kar</b>	<b>4,530</b>	<b>4,360</b>	<b>6,380</b>	<b>7,811</b>
Hisse Başı Net Kar	21.8	21.0	30.7	37.5
Hisse Başı Temettü	0.0	4.2	6.1	7.5
Temettü Dağıtım Oranı	0%	20%	20%	20%
<b>Bilanço (TRY mn)</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>	<b>2026T</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>8,460</b>	<b>17,267</b>	<b>26,372</b>	<b>37,634</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	2,812	7,883	13,773	22,090
Ticari Alacaklar	3,657	5,977	8,024	9,900
Stoklar	1,077	1,981	2,661	3,283
Diğer Dönen Varlıklar	913	1,426	1,914	2,361
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>19,956</b>	<b>29,227</b>	<b>35,621</b>	<b>42,354</b>
Maddi Duran Varlıklar	15,088	21,647	25,445	29,800
Diğer Duran Varlıklar	4,868	7,580	10,176	12,554
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>28,415</b>	<b>46,494</b>	<b>61,993</b>	<b>79,988</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>8,887</b>	<b>14,469</b>	<b>18,708</b>	<b>22,714</b>
Finansal Borçlar	3,062	3,941	4,568	5,268
Ticari Borçlar	4,082	7,130	9,579	11,818
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,742	3,398	4,562	5,628
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>6,636</b>	<b>11,831</b>	<b>14,934</b>	<b>17,943</b>
Finansal Borçlar	2,993	5,168	5,989	6,908
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,643	6,663	8,945	11,036
<b>Özkaynaklar</b>	<b>12,892</b>	<b>20,194</b>	<b>28,350</b>	<b>39,330</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	12,675	19,656	27,255	37,483
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>28,415</b>	<b>46,494</b>	<b>61,993</b>	<b>79,988</b>

Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

Nakit Akım Tablosu (TRY mn)	2023	2024T	2025T	2026T
Net Kar	4,530	4,360	6,380	7,811
Amortisman ve İtfa Payları	1,542	3,013	3,869	4,559
İşletme Sermayesindeki Değişim	-419	-176	-278	-259
Sabit Sermaye Yatırımları	-1,192	-3,244	-4,227	-4,996
Temettü Ödemeleri	0	0	-872	-1,276
Finansal Borç Değişimi	1,059	3,053	1,448	1,619
Diğer Nakit Değişimi	-3,969	-1,934	-430	858
<b>Nakit ve Benzerlerindeki Değişim</b>	<b>1,550</b>	<b>5,071</b>	<b>5,890</b>	<b>8,317</b>
<b>Büyüme</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>	<b>2026T</b>
Satış Gelirleri	18.8%	26.5%	4.2%	3.7%
Brüt Kar	31.6%	19.6%	4.0%	3.7%
Operasyonel Giderler	17.1%	10.6%	2.8%	3.4%
Faaliyet Karı	40.5%	24.3%	4.5%	3.8%
FAVÖK	35.1%	27.6%	4.0%	3.7%
Net Kar	-4.5%	-32.7%	17.1%	7.4%
<b>Karlılık</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>	<b>2026T</b>
Brüt Kar Marjı	28.6%	27.1%	27.0%	27.0%
Operasyonel Gider Marjı	9.8%	8.5%	8.4%	8.4%
Faaliyet Kar Marjı	18.9%	18.6%	18.6%	18.7%
FAVÖK Marjı	25.8%	26.0%	26.0%	26.0%
VÖK Marjı	25.9%	14.5%	16.8%	17.6%
Net Kar Marjı	20.2%	10.7%	12.1%	12.5%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	40.1%	27.0%	27.2%	24.1%
Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	21.5%	33.8%	33.6%	33.0%
<b>Rasyo Analizi</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>	<b>2026T</b>
F / K	4.8	17.5	12.0	9.8
FD / FAVÖK	3.0	6.7	4.8	3.7
FD / Satış	0.8	1.7	1.2	0.9
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	1.1%	1.7%
<b>Borçluluk</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>	<b>2026T</b>
Net Borç (Nakit)	3,243	1,225	-3,216	-9,914
Net Borç / FAVÖK	0.6	0.1	-0.2	-0.6
Faaliyet Karı / Net Faiz Gideri (Geliri)	2.6	2.6	6.0	12.3

**YATIRIM TEMASI****Güçlü 2024 beklentileri**

MLP Sağlık, 1Ç24'te net satışlarında yıllık bazda reel olarak %32 artış kaydetmiştir. Bu büyüme kısmen Ocak 2024'ten itibaren geçerli olan Türk Tabipler Birliği (TTB) fiyat tarifesindeki %41'lik artıştan kaynaklanmıştır. Ayakta tedavi gelirleri, hem fiyatlandırma hem de hacim artışlarından faydalanarak yıllık bazda %40 oranında büyürken, ayakta tedavi ziyaretçi sayısı %10, ziyaret başına ortalama gelir ise %27 oranında artmıştır. Yatan hasta gelirleri de yıllık bazda %34 gibi önemli bir artış göstermiş, yatan hasta ziyaretçi sayısı %16, protokol başına ortalama gelir ise %15 artmıştır. Yabancı sağlık turizminden (YST) elde edilen gelir 1Ç24'te yıllık bazda %1'lik mütevazı bir büyüme göstermiştir. Şirket ayrıca, yönetim sözleşmesi gelirlerindeki güçlü performansın etkisiyle diğer yan iş gelirlerinde yıllık %77'lik bir artış kaydetti. Sonuç olarak, YST satışlarının toplam satışlara oranı yıllık bazda %14'ten %11'e geriledi.

Mayıs 2024'te Sosyal Güvenlik Sigortası (SGK) fiyat tarifesi ~%50 oranında artırılmıştır. Buna ek olarak, Türk Tabipler Birliği (TTB) Temmuz ayında ~%25'lik ikinci bir zam açıkladı. 2Ç24 için net satışlarda %20 reel büyüme öngörüyoruz. Tatil sezonu ve bu zamların zamanlaması nedeniyle daha fazla fiyat artışına rağmen, 2Ç24'te net satış büyümesinde çeyreklik bazda bir yavaşlama bekliyoruz. Ancak, 3Ç24'ten itibaren, yeni fiyat artışlarının tam olarak yürürlüğe girmesiyle birlikte, %25-30'luk bir reel büyüme oranına ulaşabileceğimize inanıyoruz. **Sonuç olarak, 2024 yılında net satışlarda yıllık %26'lık bir reel artış öngörüyoruz.**

2023 yılında MLP'nin FAVÖK marjı (kira giderleri için yapılan düzeltme sonrasında bile) %25,8 ile rekor seviyede gerçekleşmiştir. FAVÖK marjı 1Ç24'te yıllık bazda 3,4 puan artarak %25,5'e yükselmiştir. Tıbbi ve cerrahi malzeme maliyetlerinin net satışlara oranı, ilaç fiyatlarındaki artış ile yıllık bazda 0,3 puan yükselmiştir. Doktor maaşlarının net satışlara oranı 1Ç23'teki %23 seviyesinden 1Ç24'te %24'e yükselmiştir. Personel giderleri/net satışlar faaliyet kaldırıcı sayesinde yıllık bazda 0,9 puan gerilemiştir. 2Ç24'te FAVÖK marjının uzun tatil sezonu ve fiyat artışlarından önemli bir etki olmaması nedeniyle yıllık bazda 1,1 puan düşüşle %23,2'ye gerilemesini bekliyoruz. Fiyat artışlarının tam olarak uygulanmasının ardından FAVÖK marjının 2Y24'te iyileşeceğine inanıyoruz. Yönetim, 2024 ve sonrası için %26 olan beklentimize karşılık FAVÖK marjını %25-26 seviyesinde tutmayı hedefliyor.

**Hasta sayısında görece daha iyi performans**

Lokman Hekim, 2023 ve 1Ç24'te toplam hasta sayısında yıllık bazda sırasıyla %7 ve %4'lük düşüşler yaşamıştır. Bu düşüş, hem Sosyal Güvenlik Sigortası (SGK) hem de Türk Tabipler Birliği (TTB) tarafından tedavi ücretlerine yapılan önemli zamlar yüzünden gerçekleşmiştir. Buna ek olarak, 4Ç22'den itibaren doktorlar için yaşanan yoğun rekabet, doktorların rakiplere geçmesi nedeniyle ya hasta kaybına ya da satışlara kıyasla doktor maliyetlerinin artmasına neden olmuştur. Buna karşın, MLP Sağlık'ın toplam hasta sayısı 2023'te %5, 1Ç24'te ise %11 artarak hasta hacmi büyümesi açısından Lokman Hekim'den daha iyi performans göstermiştir.

**Hastane satın alımları**

MLP Sağlık, Nisan 2024'te Ankara'da faaliyet gösteren Özel Ortadoğu Fizik Tedavi Hastanesi'ni satın aldı. Şirket, hastanenin adını Özel Medical Park İncek Hastanesi olarak değiştirdi. Özel Medical Park İncek Hastanesi 182 yatak kapasitesine sahiptir.

Şirket, Kocaeli'deki Özel Gebze Medar Hastanesi ve İstanbul'daki Özel Medar Ataşehir Hastanesi'nin ruhsatlarını Haziran 2024'te kira sözleşmesi imzalayarak almaya karar verdi. Özel Gebze Medar Hastanesi'nin ismi Özel VM Medical Park Gebze Hastanesi olarak değiştirilecektir. Özel Medar Ataşehir Hastanesi'nin adı Özel Medical Park Ataşehir Hastanesi olarak değiştirilecektir. Özel VM Medical Park Gebze Hastanesi 100 yatak kapasitesi ile faaliyet gösterecek. Özel Medical Park Ataşehir Hastanesi 80 yatak kapasitesi ile faaliyet gösterecek.

MLP Sağlık %65'ine sahip olduğu MLP İzmir Sağlık Hizmetleri A.Ş. adında bir bağlı ortaklık kurmaya karar verdi. MLP, İzmir'de faaliyet gösteren Özel Su Hastanesi'nin ruhsatını devralmaya ve adını Özel Medical Park İzmir Hastanesi olarak değiştirmeye karar verdi. Satın alma işlemi 28 Haziran 2024 tarihi itibarıyla tamamlanmıştır. Özel Medical Park İzmir Hastanesi 143 yatak kapasitesine sahiptir.

MLP, Temmuz 2024'te Kosova'nın Priştine şehrinde 80 yatak kapasiteli bir hastane satın almıştır. Kosova Medical Park Hastanesi, MLP'nin bir iştiraki olan Samsun Medikal Grup Özel Sağlık Hizmetleri bünyesinde faaliyet gösterecektir. MLP, Samsun Medikal Grup Özel Sağlık Hizmetleri'nin %80 hissesine sahiptir. Kosova Medical Park Hastanesi Ağustos 2024'te faaliyete başlayacaktır. MLP bugüne kadar, 2024 yılında kapasitesinin %10'una karşılık gelen ~600 yatak kapasiteli 5 hastane satın almıştır. MLP 1Ç24'te ~5700 yatak kapasitesi ile faaliyet göstermekteydi.

Daha önce yönetim, İstanbul ve İzmir gibi büyük şehirlerde hastane satın almayı düşündüklerini belirtmişti. Yurt içi satın alma planlarına ek olarak, yönetim yurt dışında da hastane satın almayı düşünmektedir. MLP, 2024-2026 yıllarında 4 yeni hastane eklemeyi planlamaktadır. Yeni hastane başına yatak kapasitesinin 200-250 olması beklenmektedir, ancak yeni hastanelerin konumuna bağlı olarak MLP hastane başına daha yüksek katkı sağlayacağına inanmaktadır.

**Hisse azaltımı**

MLP, sermayenin %9,9'una tekabül eden 20,5mn adet hisseyi ~105,8 TL'den geri almıştır. Aralık 2023'te MLP, toplam sermayesinin %8,18'ine karşılık gelen 17mn adet geri alınmış hissenin iptal edilmesi için SPK'ya başvurduğunu açıkladı.

**Temettü potansiyeli**

MLP, halka arzdan bu yana temettü dağıtmamıştır. Hâlihazırda, bu konuda herhangi bir yönlendirme bulunmamaktadır. MLP'nin nakit akışı yaratımını göz önünde bulundurarak, temettü ödemelerinin 2025 yılından itibaren %20 ödeme oranı ile başlayacağını varsayıyoruz. 2025 yılında 4,2 TL/hisse temettü dağıtılmasını bekliyoruz.

## Yabancı sağlık turizminde güçlü büyüme planları

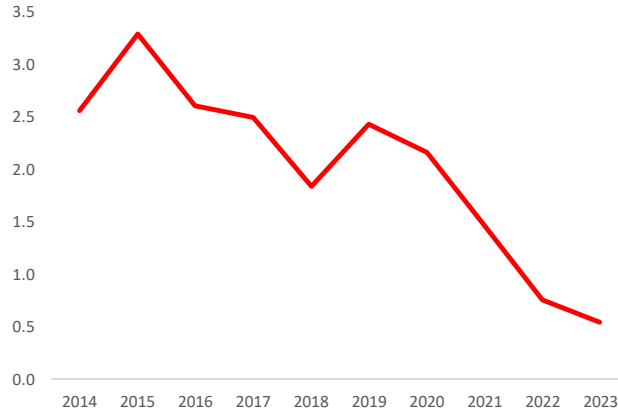
Yabancı sağlık turizminin net satışlar içindeki payı 2019'da %12 iken 2022'de %18'e yükselmiştir. Bununla birlikte, 2023 yılında YST segmenti, Şubat depreminin olumsuz etkisi nedeniyle diğer iş segmentlerinin altında performans göstermiştir. İleriye baktığımızda, düşük baz etkisi ve güçlü turizm performansı sayesinde YST'nin net satışlardaki payının 2024 yılında iyileşmesini bekliyoruz. Bununla birlikte, 2024-2025 yılları boyunca TL'nin reel olarak değer kazanmaya devam etmesini beklediğimiz için YST'de önemli bir toparlanma beklemiyoruz.

Yabancı sağlık turizmi tarifelerinde tavan fiyat uygulamasının olmaması sayesinde bu segmentin marjının yurtiçi segmente kıyasla %1-2 daha yüksek olduğunu biliyoruz. Buna ek olarak, yabancı sağlık turizmi ağırlıklı olarak nakit bazlı bir iştir. Dolayısıyla yabancı sağlık turizminin payı arttıkça alacak günleri iyileşerek ileriye dönük olarak serbest nakit akışına ve özkaynak karlılığına olumlu katkıda bulunacaktır. Yönetim, yabancı sağlık turizminin payını konsolide satışların %20-25'ine çıkarmayı hedeflemektedir.

## Güçlü bilanço yapısı

2014-2016 yılları arasında yeni yatırımlar nedeniyle Finansal kaldıraç yüksek kalmıştır. MLP, 2018 yılında 600 milyon TL tutarındaki halka arz gelirini borç ödemek için kullanmıştır. 2019'da UFRS 16'nın uygulanması toplam borcun artmasına neden olmuştur. Şubat 2021'de MLP, döviz riskini yönetmek, finansal giderleri azaltmak ve kaldıraç oranlarını düşürmek için 47 milyon Euro tutarındaki sendikasyon kredisini 8,5 EUR/TL kurundan TL'ye çevirmiştir. MLP, satın alınan hastanelerin performanslarının iyileştirilmesi, güçlü operasyonel performans ve YP borcunu TL'ye çevirerek kaldıraç oranını başarılı bir şekilde düşürmüştür.

### Net Borç/FAVKÖK



Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

## Tamamlayıcı sağlık sigortasında büyüme

MLP'nin satış bileşimi ağırlıklı olarak kendi ödemesini yapan hastalar ile özel sigorta ve anlaşmalı kurumlardan oluşmaktadır. 1Ç24'te net satışların dağılımı şu şekildedir: SGK %13, kendi ödemesini yapan hastalar %28, özel sağlık sigortası ve anlaşmalı sigorta %44, yabancı sağlık turizmi (YST) %11 ve diğer kaynaklar %3. Türkiye'de özel sağlık sigortası (ÖSS) penetrasyonu düşük olup, hem ÖSS hem de tamamlayıcı sağlık sigortası dahil

edildiğinde toplam nüfusun yalnızca %8'ini kapsamakta ve önemli bir büyüme potansiyeline işaret etmektedir. Önemli bir büyüme faktörü, 2014 yılında uygulamaya konulan “tamamlayıcı sağlık sigortası” segmentidir. Bu düşük maliyetli ÖSS formu, SGK hastaları için katkı paylarını ve ek masrafları karşılamaktadır. MLP, Türkiye'de tamamlayıcı sağlık sigortası poliçesini geliştiren ilk hastane olmuştur. 6A24'te, 2023 yılına kıyasla ÖSS ve tamamlayıcı sağlık sigortası sırasıyla %5 ve %11 oranında artış göstererek MLP'nin hasta büyümesine katkıda bulunmuştur.

**RİSKLER****SGK geri ödeme sisteminde değişiklik**

MLP, 1Ç24'te net satışlarının %13'ünü SGK sisteminden elde etmiştir. SGK geri ödeme sistemindeki herhangi bir olumsuz değişiklik özel hastaneler için risk oluşturmaktadır. Ayrıca, fiyat artışlarının enflasyona ayak uyduramaması riski de bulunmaktadır.

**Yeni satın alınan hastanelerin iyileştirilememesi**

MLP Sağlık'ın büyüme stratejisinin önemli bir parçası satın almalarıdır. MLP, daha önce kötü yönetilen hastaneleri cazip fiyatlarla satın alır ve onları yeniden yapılandırmaktadır. Yeniden yapılandırma planlarının uygulanmaması, kârlılığın beklenenden daha düşük olmasına yol açabilir.

**Jeopolitik gelişmeler**

MLP, 2023 yılında net satışlarının %15'ini yabancı sağlık turizminden elde etmiştir. Bu segmentte Avrupalı hastalar %31, MENA (Orta Doęu ve Kuzey Afrika) hastaları %18 ve dünyanın geri kalanından gelen hastalar %51 paya sahiptir. Jeopolitik huzursuzluk, tıbbi bakım arayan yabancı hasta sayısını olumsuz etkileyebilir.

2016 öncesinde, Libya ve Irak'tan gelen hasta trafiği, MLP'nin yabancı sağlık turizm gelirlerinin %63'ünü oluşturuyordu. Ancak 2015 yılının sonlarında, Türk hükümetinin bu ülkelerden gelen ziyaretçilere vize kısıtlamaları getirmesi ve bölgede artan siyasi huzursuzluk nedeniyle bu gelirlerde önemli bir düşüş yaşanmıştır. Sonuç olarak, Libya ve Irak'tan gelen hastaların MLP'nin toplam turizm gelirleri içindeki payı 2016 yılında %24'e düşmüştür. Buna karşılık MLP, Rusya, Türk Cumhuriyetleri, Ukrayna ve Gürcistan'a daha fazla odaklanarak ve Körfez bölgesindeki kurumsal müşterilerini genişleterek yurt dışı sağlık turizmi faaliyetlerini çeşitlendirmiştir.

**Şehir hastaneleri**

En son açıklanan TÜİK verilerine göre, Türkiye'deki toplam yatak kapasitesi 2022 yılında 262 bin olmuştur. Hükümet, şehir hastaneleri aracılığıyla toplamın %15'ine denk gelen ~40 bin adet yatak kapasitesi eklemeyi planlamaktadır. Düşük doluluk oranları göz önüne alındığında, ek arz fiyat rekabeti yaratabilir ve mevcut hastanelere hasta trafiğini azaltabilir.

**TURKVEN'in potansiyel hisse satışı**

2014 yılında TURKVEN, sermaye artırımını ile birlikte Carlyle Group'un %40 hissesini de içeren MLP'nin %53,4 hissesini satın almıştır. TURKVEN daha sonra iki şirket kurmuştur: Lightyear Healthcare B.V. %47,2 ve Hujori %6,1 hisseye sahip olmuştur. 2018 yılında MLP halka açılmaya karar vermiş ve halka arzın ardından TURKVEN'in sahiplik oranı %34,7'ye düşmüştür.

Mayıs 2023'te MLP, toplam sermayesinin %10'una teka bül eden 20,8 milyon adet hisseyi satın almak üzere bir geri alım programı açıklamıştır. Program Mayıs 2024'te tamamlanmış ve MLP 20,5 milyon hisse veya toplam sermayenin %9,9'unu satın almıştır. Geri alım süresi boyunca TURKVEN'in hisselerini satması kısıtlanmıştır. Geri alım programı sona erdiğine ve MLP'nin hisseleri halka arz fiyatı olan 5 ABD dolarının üzerinde işlem gördüğüne göre, TURKVEN'in yakında hisselerini satmaya başlayabileceğini tahmin ediyoruz.

**Geri alınmış hisselerin potansiyel satışı**

Daha önce de belirtildiği gibi MLP, Mayıs 2023'te toplam sermayesinin %10'unu satın almak üzere bir geri alım programı açıklamıştır. Program Mayıs 2024'te tamamlanmış ve bu süre zarfında MLP 20,5 milyon hisse (toplam sermayesinin %9,9'u) satın almıştır. MLP, toplam sermayesinin %8,2'sini temsil eden 17 milyon hisseyi iptal etme kararı almıştır. Şirket, toplam sermayenin %1,7'sini oluşturan kalan 3,5 milyon hisseye ilişkin henüz bir karar açıklamamıştır.



## DEĞERLEME

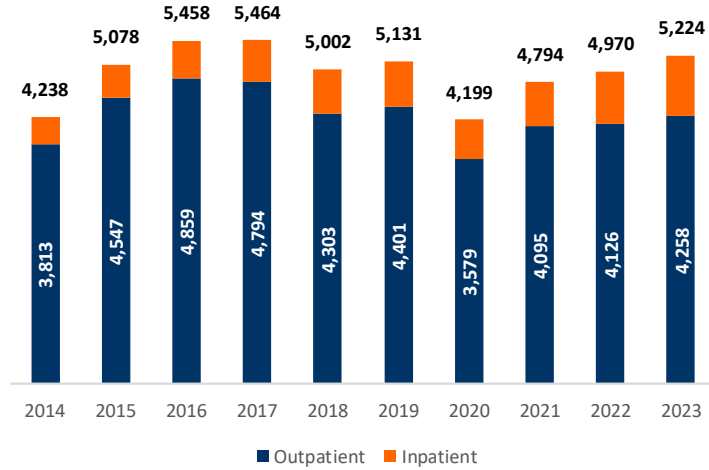
MLP'yi ABD doları cinsinden İNA modeliyle değerlendiriyoruz. Şirket için 12 aylık hedef fiyatımız %22 yukarı potansiyele işaret eden 450 TL seviyesindedir.

İndirgenmiş Nakit Akımı - ABD Doları mn	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Net Satışlar	1,074	1,244	1,331	1,423	1,523	1,629	1,743	1,864	1,994	2,133
<i>büyüme</i>	40.6%	15.8%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
FAVÖK	279	323	345	369	395	423	452	484	518	554
<i>marj</i>	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
Vergi	-36	-50	-62	-66	-71	-76	-82	-87	-94	-100
<i>vergi oranı</i>	-18.0%	-21.5%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
İşletme Sermayesi Değ.	-1	-3	-2	-2	-2	-2	-2	-3	-3	-3
Yatırım Harcamaları	-86	-100	-106	-114	-122	-130	-139	-149	-160	-171
<b>Serbest Nakit Akışı</b>	<b>157</b>	<b>170</b>	<b>175</b>	<b>187</b>	<b>200</b>	<b>214</b>	<b>229</b>	<b>245</b>	<b>262</b>	<b>280</b>
İndirgeme Oranı	1.04	0.85	0.76	0.69	0.62	0.55	0.50	0.45	0.40	0.36
SNA Bugünkü Değeri (2024-2033)	1,161									
Sonsuz Değer	867									
<b>Firma Değeri</b>	<b>2,028</b>									
Net Borç	91									
UV Finansal Varlık	0									
Gayrimenkul	0									
İştirakler	0									
Geri Alınan Hisseler	228									
Azınlık Payları Düzeltme	98.1%									
<b>Değer</b>	<b>2,123</b>									
<b>Hedef Değer</b>	<b>2,376</b>									
Hisse Sayısı	208.0									
<b>Hedef Fiyat - USD</b>	<b>11.4</b>									
USD/TRY 2Ç25T	39.4									
<b>Hedef Fiyat - TRY</b>	<b>450.0</b>									

## Net Satışlar

2014-2019 döneminde MLP, toplam hasta sayısını %4 YBBO ile artırmıştır. 2019 yılında MLP 29 hastane ve ~5900 yatak kapasitesi ile faaliyet göstermekteydi. 2019 yılında MLP, büyük ölçekli hastanelerin bulunduğu metropollerde büyümeye odaklanmak için Avclar, Ereğli ve Silivri hastanelerindeki %57 hissesini Arkaz'a satmıştır. Ayrıca, Aralık 2019'da İstanbul Maltepe'de yeni bir hastane portföye girmiştir. 2019'da toplam hastane sayısı 2 hastane azalmasına rağmen, hasta sayısı hem ayakta hem de yatan hasta sayılarının olumlu katkısıyla yıllık bazda %3 artmıştır. 2020 yılında toplam hasta sayısı COVID-19 nedeniyle yıllık %18 azalmıştır. 2020 yılında 2 hastane portföye girerken 1 hastane portföyden çıkarılarak pandemiye bağlı düşüş yavaşlatılmıştır. Pandemi döneminde bulaşma riskinden korkulması ve acil olmayan tedavilerin ertelenmesi nedeniyle hasta sayısında normal döneme göre azalma olmuştur. Kısıtlamaların kaldırılmasıyla birlikte normalleşmenin ardından hasta sayısında ve kapasite kullanım oranında hızlı bir artış gözlenmiştir. Kısıtlamaların 2021 yılında hafifletilmesi ile hasta sayılarında önemli bir toparlanma yaşanmıştır. 2021'de toplam hasta hacmi yıllık bazda %14 artmıştır. 2021'de 1 hastane portföye girerken, bir hastane portföyden çıkmıştır. MLP, 2022 yılında 5 hastane satarken 3 yeni hastane açmıştır. Sonuç olarak, hastane sayısı yıllık bazda 30'dan 28'e gerilemiştir. Olgun hastanelerin portföyden çıkarılmasına rağmen, toplam hasta hacmi 2022'de yıllık %4 artarak 2019 seviyesinin %97'sine ulaşmıştır. Satın alma işlemleri hariç tutulduğunda, hasta sayısında pandemi öncesindeki döneme toparlanma 2022 yılında sağlanmıştır. MLP, 2023 yılında yurt dışındaki ikinci hastanesi olan LivDuna Tıp Merkezi'ni Macaristan'da açmıştır. MLP, 2023 yılında 29 hastane ve ~5700 yatak kapasitesi ile faaliyet göstermekteydi. Hasta sayısı 2023 yılında yıllık bazda %5 artmıştır. MLP, 1Y24'te portföyüne 4 yeni hastane ekleyerek yatak kapasitesini ~500 artırdı. **2024 yılında hasta sayısında yıllık %7 artış bekliyoruz.**

MLP Hasta Sayısı (Bin Kişi)



Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

2024 yılında, hem güçlü fiyatlandırma hem de hacim büyümesinin pozitif katkısıyla net satışlarda yıllık %26 reel artış bekliyoruz.

2025 yılından itibaren, sektördeki eğilimlere paralel olarak hasta sayısında yıllık %5'lik bir büyüme öngörüyoruz. Ayrıca fiyat artışlarının ortalama TÜFE tahminimizle benzer olacağını varsayıyoruz. Türk lirasında 2026 yılına kadar reel değerlendirme beklentimiz göz önüne alındığında, 2024-2025 yılları için net satışlarda +%7'lik bir büyüme öngörüyoruz. 2026 yılından itibaren, hasta sayısındaki %5'lik artış ve ABD doları fiyatlarındaki %2'lik yükselişin etkisiyle ABD doları net satışlarında yıllık %7'lik bir artış öngörüyoruz.

### **FAVÖK**

MLP, 2023 yılında güçlü fiyatlandırma, etkin operasyonel kaldıraç, etkili stok yönetimi ve düşük hizmet maliyetleri sayesinde %25,8'lik rekor bir FAVÖK marjı elde etmiştir. 2024 yılında, yönetim beklentisine paralel olarak %26 FAVÖK marjı bekliyoruz. Modelimizde, 2025 yılından itibaren normalize edilmiş FAVÖK marjını %26 olarak varsayıyoruz.

### **İşletme Sermayesi ve Yatırım Harcamaları**

2014 yılında İşletme Sermayesi/Satışlar %10 seviyesindeydi. 2015 yılında, ağırlıklı olarak Libya'dan tahsil edilemeyen alacaklar ve ödeme günlerindeki keskin düşüş nedeniyle işletme sermayesi gereksinimi net satışların %16'sına yükselmiştir. 2016 yılında da işletme sermayesi ihtiyacı yüksek seyretmeye devam etmiştir. 2014-2016 yılları arasında YST'nin net satışlar içindeki payı, alacak vadesini artıran jeopolitik olaylar nedeniyle keskin bir düşüş göstermiştir. Alacak vadesini belirleyen iki önemli faktör bulunmaktadır. SGK dışı ve YST müşterileri alacak vadesini azaltmaktadır. 2016 yılında MLP, YST operasyonlarının coğrafi bileşimini değiştirmiştir. YST'nin artan payı ve ticari borç ödeme vadesindeki artış ile MLP, 2017 yılında işletme sermayesi ihtiyacını net satışların %5'ine düşürmeyi başarmıştır. 2018-2020 döneminde işletme sermayesi ihtiyacı net satışların %5-7 aralığında kalmıştır. 2021 yılında, MLP Libya faaliyetlerinden kaynaklanan şüpheli alacaklarını silerek İşletme Sermayesi/Satışları azaltmıştır. 2021-2022'de İşletme Sermayesi/Satışlar oranı dibe vurmuştur. 2023 ve 1Ç24'te, alacak vadesinin artması ve borç vadesinin azalması nedeniyle İşletme Sermayesi/Satışlar hafifçe kötüleşmiştir. Tahmin dönemimizde, YST'nin uzun vadede net satışlar içinde daha yüksek bir pay almasını beklediğimizden, 5 yıllık ortalama olan %4'ün biraz altında, %3'lük bir İşletme Sermayesi/Satışlar oranı varsayıyoruz.

MLP, ağırlıklı olarak satın almalar nedeniyle değişken bir Yatırım Harcamaları/Satışlar oranına sahiptir. Yönetimin beklentisine paralel olarak 2024 yılı için %8 Yatırım Harcamaları/Satışlar varsayımında bulduk. Gelecekteki satın alma planlarını göz önünde bulundurarak, Yatırım Harcamaları/Satışlar oranını %8 seviyesinde öngördük.

### **Sermaye Maliyeti**

ABD doları cinsinden risksiz getiri oranını %7,5 varsayıyoruz. 0,8x beta ve %5,5 ERP varsayımıyla, ABD doları bazında %11,9 özsermaye maliyetine ulaşıyoruz. Borçlanma oranı için +%2 prim varsayıyoruz. Risksiz faiz oranını sonsuzda 1,5 puan düşürüyoruz ve beta faktörünü 1x'e yükseltiyoruz. Özsermaye maliyetinin %88'lik ağırlığı dikkate alındığında, projeksiyon dönemi için ortalama AOSM %11,3 olmaktadır. MLP temettü ödemediği önemli nakit akışları yaratmaktadır.

**Azınlık Payları Düzeltmesi**

MLP Sağlık'ın iştirak yapısında MLP'nin tamamına sahip olmadığı şirketler bulunmaktadır. Bu şirketler azınlık hissesi oluşturmaktadır. Bu şirketlerin gerçeğe uygun değerlerinin hedef fiyat hesaplamamızdan çıkarılmasının önemli olduğuna inanıyoruz. Yönetim, hastane bazlı detaylı finansalları paylaşmamaktadır. Azınlık özkaynak defter değeri, konsolide özkaynak defter değerinin %1,9'udur. Modelimizde azınlık hisseleri için %1,9'luk bir düzeltme yaptık.

## BENZER ŞİRKET ÇARPANLARI

MLP'nin uluslararası emsallerini geliştirmekte olan pazarlardaki ve MENA bölgesindeki hastane operatörlerinden seçtik. Emsal şirketler 2024 tahminlerine göre 15,9 FD/FAVÖK ve 25,6 F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir. Ülke riskleri, yasal düzenleme farklılıkları ve şirket büyüklüklerindeki farklılıkları göz önünde bulundurarak, MLP'yi değerlerken uluslararası çarpanları kullanmaktan kaçındık.

Benzer Şirketler - Çarpan Analizi					
Şirket	Sembol	FD/FAVÖK		F/K	
		1 FY	2 FY	1 FY	2 FY
Apollo Hospitals	APHS IN Equity	28.9	23.3	57.2	42.7
Fortis Healthcare	FORH IN Equity	22.9	19.4	42.0	33.3
Narayana Hrudayalaya	NARH IN Equity	18.7	16.7	30.5	26.7
Siloam International Hospitals	SILO IJ Equity	10.6	9.1	24.6	20.2
Mitra Keluarga Karyasehat	MIKA IJ Equity	21.6	19.0	34.7	30.5
IHH Healthcare	IHH MK Equity	13.0	12.3	29.7	26.7
MD Medical Group	MDMG LI Equity	5.4	5.0	6.6	6.0
Dallah Healthcare	DALLAH AB Equity	23.9	21.8	32.5	28.5
Mouwasat AB	MOUWASAT AB Equity	20.5	17.8	28.2	24.0
Middle East Healthcare	MEH AB Equity	14.2	12.8	28.6	22.0
Al Hammadi Holding	ALHAMMAD AB Equity	16.9	15.2	23.0	20.6
National Medical Care	CARE AB Equity	24.2	21.3	31.9	28.0
Netcare	NTC SJ Equity	5.9	5.5	8.8	7.6
Mediclinic International	MDC LN Equity	9.6	9.6	16.1	14.7
Life Healthcare Group	LHC SJ Equity	3.2	2.9	10.7	9.4
Bangkok Dusit Medical Services	BDMS TB Equity	15.9	14.6	25.6	23.3
Bumrungrad Hospital	BH TB Equity	18.2	17.2	25.4	24.0
Raffles Medical Group	RFMD SP Equity	11.9	11.1	24.8	22.3
KPJ Healthcare	KPJ MK Equity	12.8	12.1	25.4	23.1
Medyan		15.9	14.6	25.6	23.3
Medical Park	MPARK TI Equity	6.7	4.8	17.5	12.0
Prim/(İskonto)		-57.8%	-67.1%	-31.7%	-48.5%

Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım

\*MLP'nin çarpanları Ak Yatırım tahminlerine göre hesaplanmıştır.

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

## REVİZYONLAR

Revizyonlar - TRY mn						
	Yeni			Eski		
	2024T	2025T	2026T	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	40,588	52,842	62,453	27,939	37,998	43,575
% değişim	26%	4%	4%	57%	36%	15%
FAVÖK	10,551	13,717	16,212	6,663	8,948	10,261
FAVÖK Marjı	26.0%	26.0%	26.0%	23.8%	23.5%	23.5%
Net Kar	4,360	6,380	7,811	4,280	5,385	5,768
% değişim	-33%	17%	7%	70%	26%	7%
Eski Tahminlerle Fark						
Net Satışlar	45.3%	39.1%	43.3%			
FAVÖK	58.3%	53.3%	58.0%			
Net Kar	1.9%	18.5%	35.4%			
Hedef Fiyat		450.0			270.0	
HF Değişim		66.7%				

# 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 dayanak 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. 2023