

### Şirket Bilgileri

1999 yılında faaliyete başlayan İzmir Tınaztepe Sağlık Grubu, İzmir'de üç hastane ve bir tıp merkezi ile sağlık hizmetleri sektöründe faaliyet göstermektedir. Üçüncü basamak sağlık kurumlarıyla acil servis, ağız ve diş sağlığı, dahili branşlar ve cerrahi müdahaleler gibi birçok alanda sağlık hizmeti sunmakta olan Grup'un bünyesinde Buca Tıp Merkezi, İzmir Tınaztepe Üniversitesi Özel Buca Hastanesi, İzmir Tınaztepe Üniversitesi Özel Galen Hastanesi ve Özel Tınaztepe Torbalı Hastanesi bulunmaktadır.

Tınaztepe Sağlık Grubu, 286'sı normal 25'i gününbirlik olmak üzere toplam 311 yatak ile faaliyet göstermektedir. İzmir Tınaztepe Üniversitesi Özel Galen Hastanesi'nde 100 yatakla faaliyet göstermekte olup hastane 100 yatak kapasitesine daha sahiptir. 30.06.2024 itibarıyla şirket 110 doktor, 59 hizmet alınan serbest doktor, 415 sağlık personeli, 296 idari personel ve 193 taşeron personel istihdam etmektedir.

Ocak 2023'te halka arz edilen şirketin ortaklık yapısı, 07.11.2024 itibarıyla aşağıdaki gibidir. Şirketin ödenmiş sermayesi 128mn TL olup halka açıklık oranı toplam payların %21,82'sini oluşturmaktadır.

Ortağın Adı-Soyadı/Ticaret Unvanı	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)	Oy Hakkı Oranı (%)
Mehmet Bülent Nuri Bektur	59.035.706	46,12	51,83
Hakan Kocaoğlu	28.259.250	22,08	24,81
Tamer Kanoğlu	7.668.475	5,99	6,73
Diğer	33.036.569	25,81	16,63
Toplam	128.000.000	100	100

Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu

### Hastaneler

Grup, Acil Servis Hizmetleri, Ağız ve Diş Sağlığı, Aile Hekimliği Uzmanlığı, Anestezi ve Reanimasyon, Beslenme ve Diyetetik, Beyin ve Sinir Cerrahisi, Biyokimya, Çocuk Cerrahisi, Çocuk Sağlığı ve Hastalıkları, Dahiliye (İç Hastalıkları), Dermatoloji, Endokrinoloji, Enfeksiyon Hastalıkları, Klinik Mikrobiyoloji, Estetik, Plastik ve Rekonstrüktif Cerrahi, Fizik Tedavi ve Rehabilitasyon, Gastroenteroloji, Genel Cerrahi, Genel Yoğun Bakım, Girişimsel Radyoloji, Göğüs Cerrahisi, Göğüs Hastalıkları, Göz Hastalıkları, Kadın Hastalıkları ve Doğum, Kalp Damar Cerrahisi (KVC), Kardiyoloji, Kardiyoloji Yoğun Bakım, Kulak Burun Boğaz, Mikrobiyoloji, Nefroloji, Nöroloji, Nükleer Tıp, Ortopedi ve Travmatoloji, Patoloji, Perinatoloji, Psikiyatri, Psikoloji, Radyoloji, Tıbbi Onkoloji, Üroloji, Yeni Doğan Yoğun Bakım branşları ve Havacılık Tıp Merkezi, Tüp Bebek Merkezi, Diyabetik ve Metabolik

## TNZTP AL

<b>Hedef fiyat (TL):</b>	<b>124,33</b>
Kapanış (TL):	55,75
Prim potansiyeli (%):	123
Sektör:	Sağlık
BIST pazarı:	Yıldız
Piyasa değeri (mn TL):	7.046
Pay adedi (mn):	128
Fili dolaşım pay oranı (%):	21,82
Hisse performansı (%):	
1 ay:	9,85
3 ay:	-14,23
YBB:	-8,61
12 ay:	-25,22

**UYARI:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Hastalıklar Birimi, Estetik ve Güzellik Birimi, Zayıflama Birimi, Genetik Tanı Merkezi gibi özel birimleri ile faaliyet göstermektedir.

### **Özel Tınaztepe Buca Tıp Merkezi**

Buca Tıp Merkezi, ayaktan teşhis ve tedavi hizmeti vermek üzere faaliyetlerine Ocak 2001'de başlamıştır. Havacılık Tıp Merkezi ruhsatına sahip olan merkez, Türkiye'deki tüm uçuş personeline "uçabilir" raporu vermeye yetkilidir. A tipi cerrahi branşlı, günübürlük 25 yatak kapasiteli tıp merkezi, poliklinikler, havacılık ünitesi, acil servis, ameliyathaneler, gözlem odaları, radyoloji ünitesi, fizik tedavi ünitesi, gastroenteroloji ünitesi, biyokimya ve patoloji laboratuvarları ile hizmet vermektedir. Buca Tıp Merkezi'nin özel sigortalar ve Sosyal Güvenlik Kurumu (SGK) ile anlaşması bulunmaktadır.

### **İzmir Tınaztepe Üniversitesi Özel Tınaztepe Buca Hastanesi**

Hastane, İzmir'in nüfus olarak en kalabalık ilçesi Buca'da 2010 yılında faaliyete başlamıştır. 111 yatak kapasitesi ile Havacılık Tıp Merkezi ruhsatının yanı sıra Sağlık Turizmi Yetki Belgesi'ne sahip olan hastane küresel sağlık bakımında altın standart olan JCI akreditasyonuna sahiptir. 28 farklı branşta hizmet veren Hastane aynı zamanda bünyesinde Tüp Bebek Merkezi de bulundurmaktadır. Ayrıca, Ege Bölgesi'nde Uluslararası Sağlık Turizmi Yetki Belgesi'ne sahip hastanelerden biri konumundadır. Özel sigortalar ve Sosyal Güvenlik Kurumu (SGK) ile anlaşmalıdır. Tınaztepe Buca Hastanesi'nin İzmir Tınaztepe Üniversitesi (İZTÜ) ile afiliasyon anlaşması bulunmakta olup üçüncü basamak resmi sağlık kurumu konumundadır.

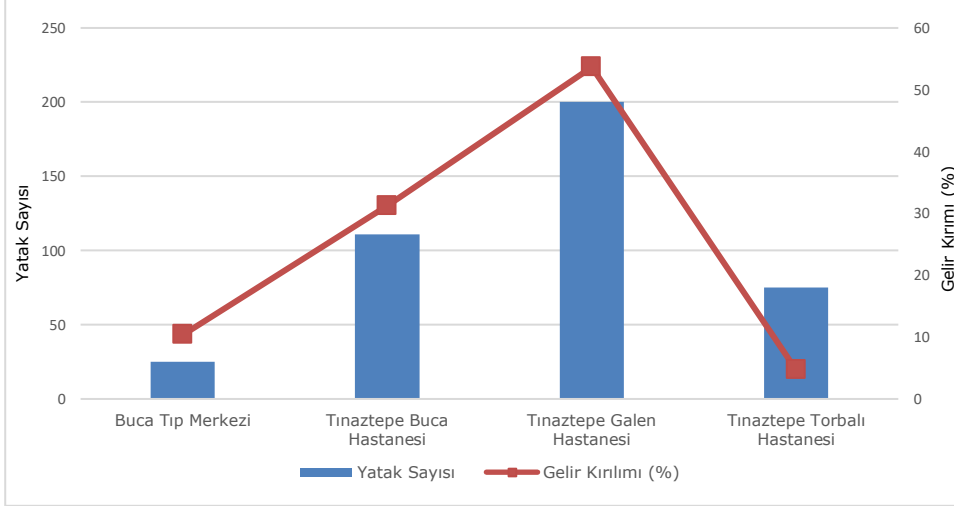
### **İzmir Tınaztepe Üniversitesi Özel Tınaztepe Galen Hastanesi**

İzmir'in Bayraklı ilçesinde 2019 yılında faaliyetlerine başlayan hastane, 200 yatak kapasitesi (şimdilik 100 yatak ile faaliyet göstermektedir) ile grubun en büyük hastanesidir. Uluslararası Sağlık Turizmi Yetki Belgesi'ne sahip olan hastane, yeni ve gelişmekte olan, dolayısıyla faaliyetlerini genişletme aşamasındaki bir hastanedir. Bu bağlamda 2021 yılında Nükleer Tıp birimi ile ilgili Sağlık Bakanlığı'ndan gerekli izinleri alarak faaliyetlerine başlamıştır. Galen Hastanesi'nde 6 ameliyathane salonu, 3 doğumhane, 18 yataklı Fizik Tedavi ve Rehabilitasyon Merkezi, radyolojik görüntüleme merkezi, endoskopi ünitesi, 1 adet merkezi sterilizasyon ünitesi, kapsamlı hizmet laboratuvarı, göz tanı ünitesi, kan transfüzyon kardiyoloji tanı ünitesi, nöroloji tanı ünitesi ve işitme tanı ünitesi merkezi bulunmaktadır. Ege Bölgesi'nde Uluslararası Sağlık Turizmi Yetki Belgesi'ne sahip hastanelerden biri konumundadır. Galen Hastanesi'nin İZTÜ ile afiliasyon anlaşması bulunmakta olup üçüncü basamak resmi sağlık kurumu konumundadır.

### **Tınaztepe Torbalı Hastanesi**

İzmir'in Torbalı ilçesinde faaliyet gösteren sağlık merkezi 2016 yılında Grup bünyesine katılmıştır. Mart 2018 tarihine kadar Tınaztepe Torbalı Tıp Merkezi unvanı ile faaliyet gösterirken 2018 yılında yapılan genişleme yatırımı ile 75 yataklı özel hastaneye dönüştürülmüştür.

**UYARI:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.



Kaynak: Şirket 01.01.2024 – 30.06.2024 Dönemi Faaliyet Raporu, Piramit Araştırma

KURUM	İDARİ PERSONEL	SAĞLIK PERSONELİ	DOKTOR	HİZMET ALINAN SERBEST DOKTOR	ALT İŞVEREN /TAŞERON	DİĞER	TOPLAM
TINAZTEPE BUCA	80	122	32	23	60	-	317
BUCA TIP MERKEZİ	33	49	21	8	24	-	135
TINAZTEPE GALEN	85	171	38	22	67	-	383
BEGOS	60	-	-	-	-	-	60
TINAZTEPE BALÇOVA	4	-	-	-	26	-	30
<b>BAĞLI ORTAKLIK ve İŞTİRAK ŞİRKETLERİN PERSONEL SAYILARI</b>							
TINAZTEPE TORBALI	34	73	19	6	16	-	148
<b>TOPLAM</b>	<b>296</b>	<b>415</b>	<b>110</b>	<b>59</b>	<b>193</b>	<b>-</b>	<b>1.073</b>

Kaynak: Şirket 01.01.2024 – 30.06.2024 Dönemi Faaliyet Raporu

### Yatırım Harcamaları

- Şirket sermayesinin %100'üne sahip olduğu Tınaztepe Balçova Yatırım Turizm Anonim Şirketi ile devralma yoluyla birleşmiş ve şirketin bünyesine dahil olan AVM ve otel binasından oluşan kompleksi 24 Mayıs 2024 tarihli TTSG'de şube olarak tescil ve ilan ettirmiştir. Şirket bu kompleksi sağlık turizmine yönelik faaliyet gösterecek tam teşekküllü bir hastane ile laboratuvarlar, fizik tedavi merkezleri, sağlıklı yaşam spor alanları, medikal malzeme ve ilaç satıcıları vb. tıbbi yan hizmetlerin sunulacağı bir sağlık kompleksine dönüştürmeyi amaçlamaktadır.

**UYARI:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

- Şirket İzmir ili, Buca İlçesinde yürütülen ilçenin ilk AVM projesi için kat karşılığı inşaat sözleşmesi imzalamıştır. Bu proje kapsamında yapılmakta olan 442 adet 1+1 daire ve 81 adet işyerinin 111 adet dairesi ve 24 adet işyeri şirketin mülkiyetindedir. Projenin AVM bölümünün 2024 yılı sonunda, tüm projenin ise 2025 yılı 3. çeyreğinde bitmesi öngörülmüştür. Şirket yakın zamanlı bir kaynak ihtiyacı bulunmadığı gerekçesiyle mülkiyetindeki kısımların satışı için belirli bir takvim vermemektedir.
- Şirketin enerji giderlerini azaltmak amacı ile toplam elektrik enerjisi ihtiyacının ortalama %80'inden fazlasını karşılamasını beklediği 2300 kW kurulu güce sahip Güneş Enerjisi Santrali projesinin geçici kabulü yapılmış, elektrik üretimine ve üretilen elektrik enerjisini mahsuplaşmak üzere Ulusal hatta vermeye başlamıştır.

### Temettü Politikası

Borsa İstanbul'da Ocak 2023'te işlem görmeye başlayan Şirket, Haziran 2023'te toplam 32.611,442 TL (Pay başına net 0,25478TL) ile yasal kayıtlara göre net dağıtılabilir dönem kârının %30,03'ü nakit kâr payı olarak ödemişti.

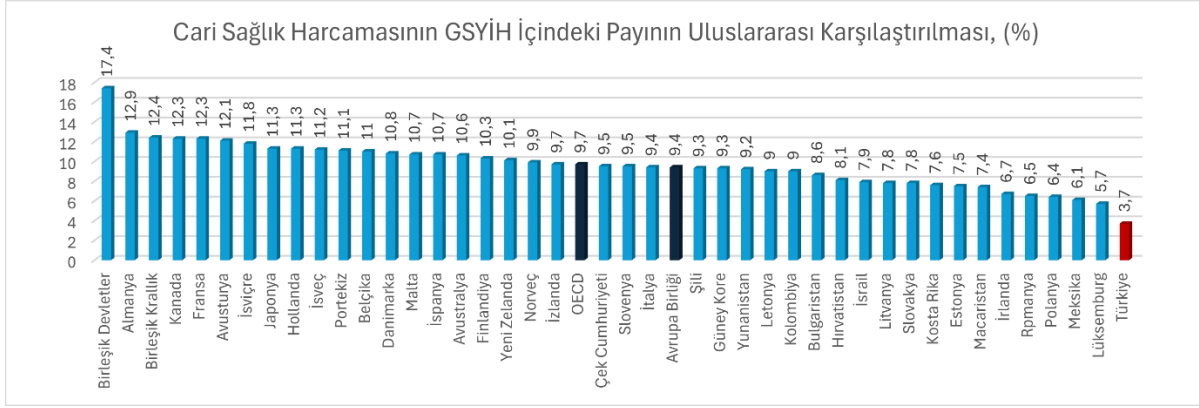
Şirket, 2023 takvim yılı dönem kârından başlamak üzere beş yıl boyunca dağıtımına konu edilebilecek kârın en az %40'ını nakit ve/veya bedelsiz kâr payı olarak dağıtmayı hedeflemektedir.

Bu doğrultuda, Şirket'in 31.10.2024 tarihli Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) bildiriminde, 2023 yılı dönem kârından ve yasal kayıtlarda ise olağanüstü yedekler hesabından karşılanmak üzere toplam 90.499.097 TL tutarında (Pay başına net 0,70702TL) bedelsiz kâr payı dağıtılması teklifinin 31 Ekim 2024 tarihli Olağanüstü Genel Kurul toplantısında kabul edildiği belirtilmiştir. Söz konusu kâr payı yasal kayıtlara göre net dağıtılabilir dönem kârının %40,00'üne isabet etmektedir.

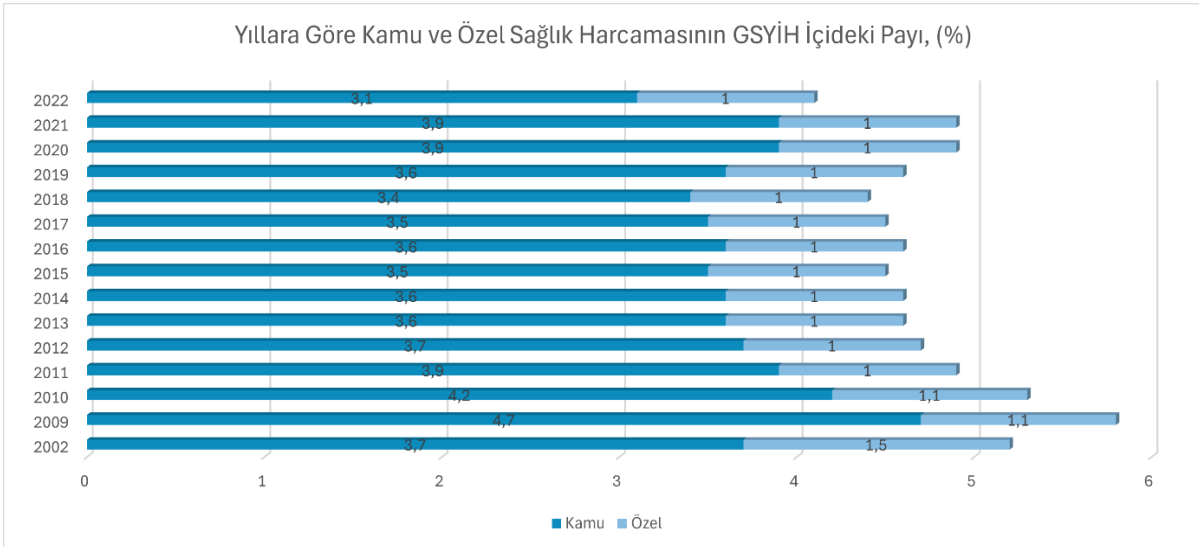
### Türkiye'de Sağlık Harcamaları ve Özel Hastaneler Sektöründe Görünüm

Türkiye'nin sağlık harcamalarının GSYİH içindeki payı görece düşük seviyelerdedir. ABD, Fransa ve Almanya gibi gelişmiş ülkelerde bu oran %10'un üzerinde seyrederken Türkiye %3,7 oranıyla son sıralarda yer almaktadır. Bu durum, Türkiye'deki sağlık sektöründe kamu ve özel sektör harcamalarının diğer ülkelere kıyasla daha sınırlı kaldığına işaret etmektedir.

**UYARI:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.



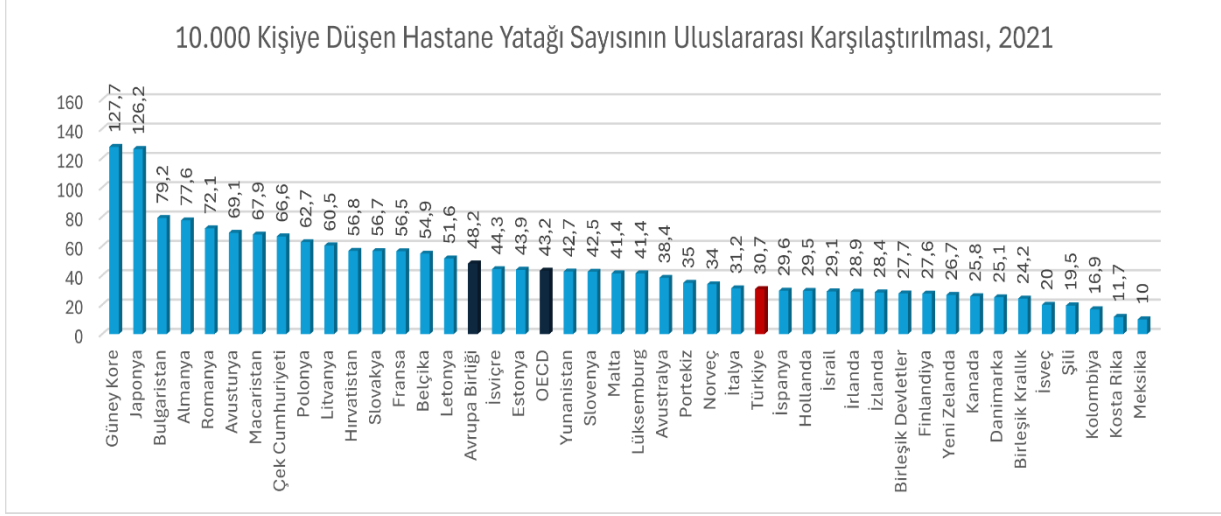
Kaynak: TÜİK, OECD Health Data 2023, (Türkiye verisi 2022 yılına, ülke verileri ise 2021 yılına aittir.)



Kaynak: TÜİK

Sağlık sektöründe kamu harcamaları yıllar boyunca durağan bir seyirle %3-4 civarında kalırken özel sektör harcamaları da aynı dönemde düşük seviyelerde seyretmiştir. Sağlık harcamalarının GSYİH içerisinde payının azalması, GSYİH artış hızının sağlık harcamalarındaki artış hızından fazla olması ile açıklanabilir de bu etki sınırlıdır. Sağlık sisteminde sürdürülebilirliğin sağlanabilmesi için sağlık hizmetlerinin finansmanında kamu desteğinin yanında özel sektörün rolünün artması söz konusudur.

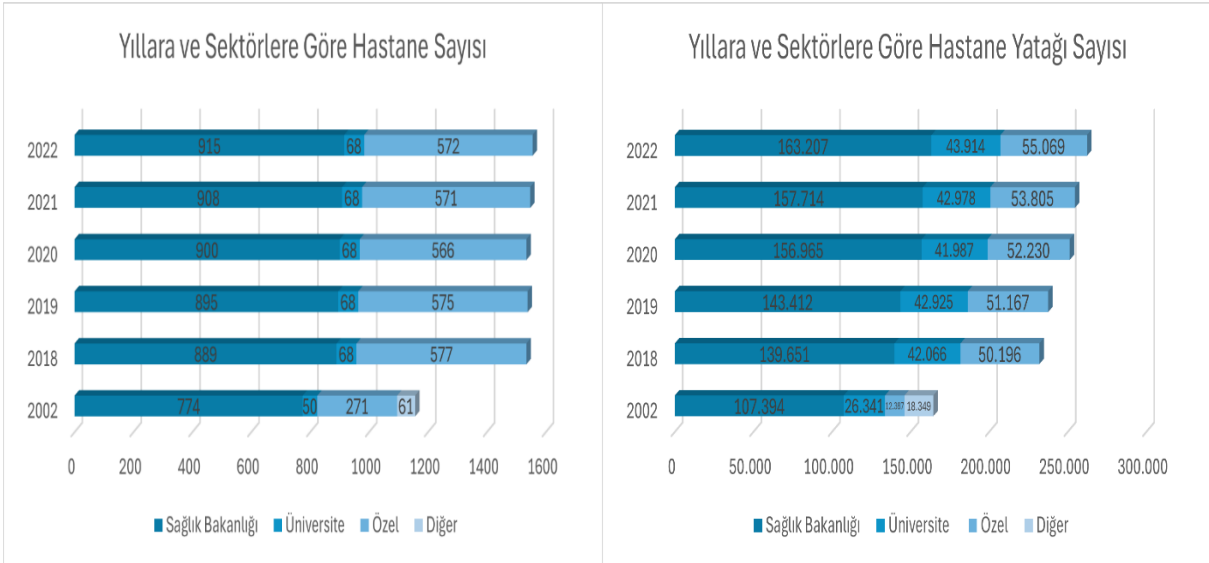
**UYARI:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.



Kaynak: Sağlık Hizmetleri Genel Müdürlüğü, OECD Health Data 2023, EUROSTAT Veri Tabanı

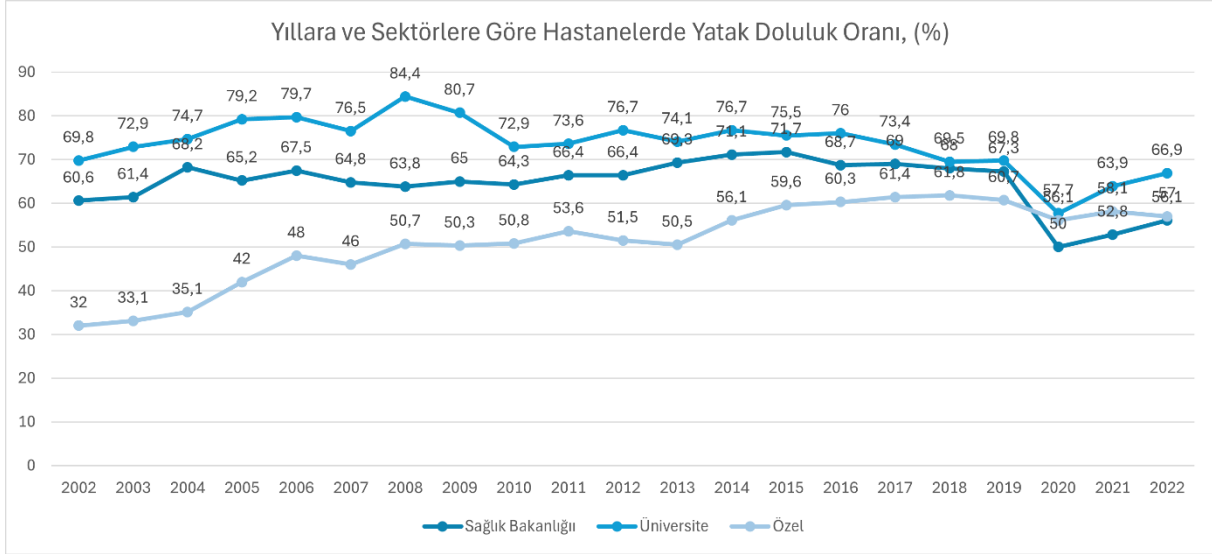
Türkiye'nin 2021 yılında 10.000 kişiye düşen hastane yatağı sayısının 30,7 ile OECD ortalamasının (43,9) altında kalması, sağlık hizmetlerinin kapasite açısından eksikliklere sahip olduğunu göstermektedir. Güney Kore ve Japonya gibi ülkelerin yatak sayısında açık ara önde olması, güçlü altyapı yatırımlarının ve uzun vadeli planlamanın önemine işaret ederken, Türkiye'de artan nüfus ve yaşlanan toplum karşısında kapasite artırıcı yatırımların önceliklendirilmesi gerektiğini ortaya koymaktadır.

- 6 -

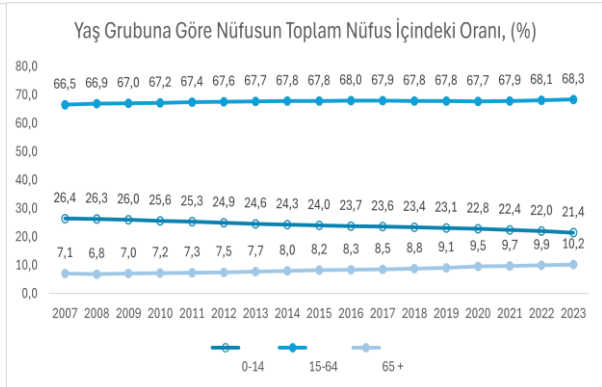
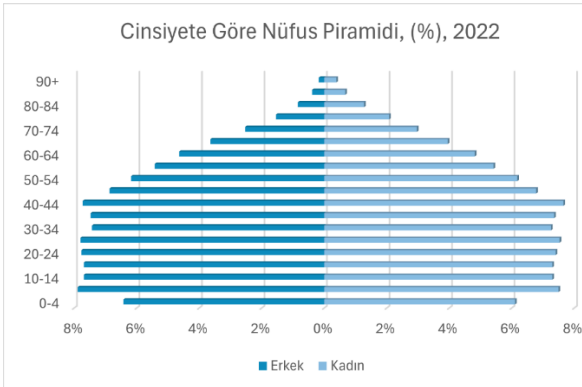


Kaynak: Sağlık Hizmetleri Genel Müdürlüğü

**UYARI:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.



2010'dan itibaren Sağlık Bakanlığı ve üniversite hastanelerinde doluluk oranlarında %70 bandında sabit bir seyir izlenirken SGK'lı bireylerin özel hastanelere erişiminin artması ile özel hastanelerdeki doluluk oranlarında yukarı yönlü bir trend izlenmektedir. Özel hastanelerde verilen hizmet kalitesi de bu trendi desteklemektedir. 2020'de ise pandemi etkisiyle tüm hizmet sağlayıcılarda sert düşüşler yaşanmıştır. Bu düşüşle, pandeminin operasyonel verimliliği baskıladığını ve sektörün gelir modellerine olumsuz yansıdığını da söylemek mümkündür. 2022'de toparlanma eğilimi başlamış olsa da üniversite hastaneleri hariç doluluk oranlarının henüz pandemi öncesi seviyelere ulaşamaması, sektörde verimlilik ve kârlılık açısından halen iyileştirmeye ihtiyaç duyulduğunu göstermektedir. Bu durum, özel hastaneler için yatak kapasitelerinin daha etkin yönetilmesini ve sağlık turizmi gibi yeni gelir kaynaklarına yönelimi zorunlu kılmaktadır.



**UYARI:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Türkiye için yapılan nüfus projeksiyonuna göre, ülke nüfusunun 2050 itibarıyla 93,5 milyona ulaşacağı tahmin edilmektedir. Doğurganlık hızındaki düşüş ve ortalama yaşam süresindeki artışın orta ve uzun vadede yaşlanma sürecini destekleyeceğini öngörüyoruz. Nüfus artışının 2050'ye yaklaştıkça yavaşlaması ve nüfusun giderek yaşlanması öngörülmektedir. Yaşlı nüfusun artış eğiliminde olması, 50 yaş ve üzerindeki nüfusun geniş tabanlı yapısı, sağlık harcamalarının gelecekte daha yüksek seviyelere çıkabileceğini ve özel sektörün bu artışı karşılamak için özel bakım hizmetlerine yatırım yapmasının stratejik bir gereklilik olacağını göstermektedir. Özellikle kronik hastalıklar ve uzun vadeli bakım hizmetlerine olan ihtiyaç artarken, sağlık altyapısının buna uygun şekilde geliştirilmesi zorunluluk haline gelmektedir.

### Sağlık Uygulamaları Tebliği

Türkiye'de devletin sağlık ile ilgili sosyal politikalarının uygulanmasına imkân veren, düzenleyen ve tüm uygulamaların detaylarını içeren mevzuat tebliği Sağlık Uygulamaları Tebliği'dir (SUT). Türkiye'de SGK anlaşmalı özel hastanelerin ücret tarifesi Sağlık Uygulama Tebliği (SUT) ile belirlenmektedir. SUT fiyatları belirli göstergeler doğrultusunda revizyona tabi olmaktadır. SUT uyarınca sağlık yardımları Sosyal Güvenlik Kurumunca karşılanan ve kapsam maddesinde tanımlanan genel sağlık sigortalısı ve bakmakla yükümlü olduğu kişilerin, kurumca finansman sağlanan sağlık hizmetleri, yol, gündelik ve refakatçi giderlerinden yararlanma esas ve usulleri ile hizmetlere ilişkin Sağlık Hizmetleri Fiyatlandırma Komisyonunca belirlenen ödenecek bedeller bildirilir.

### Özel hastanelerin vakıf üniversiteleri ile iş birliği (Afiliasyon)

Tip ve/veya dış hekimliği fakültesi bulunan ancak sağlık uygulama ve araştırma merkezi bulunmayan veya sağlık uygulama ve araştırma merkezinde yeterli kapasite ve eğitim altyapısı bulunmayan vakıf üniversiteleri; tıp ve dış hekimliğinde lisans eğitimi, tıp, dış hekimliği ve eczacılıkta uzmanlık eğitimi ile araştırma faaliyetleri için yeterli kapasite ve eğitim altyapısı bulunan özel hastaneler ile iş birliği yapabilmektedir.

Yükseköğretim Kurulunun uygun görüşüyle vakıf üniversitelerinin, ilgili mevzuat gereğince gerekli izinleri alması kaydıyla özel hastane ile iş birliği yapılması halinde üniversite personeli olan hekimler Sağlık Bakanlığı'nın kadro planlamasından (Sadece üniversite hastanelerinde kurulmasına izin verilen farklı uzmanlık dallarının gerektirdiği tıbbi hizmet birimleri ile teknoloji yoğunluklu tıbbi cihazlar) muaf olarak özel hastanelerde çalışabilmektedir. Bu da hastane yönünden daha fazla hekimin hizmet üretmesi ve ciroya katkı koymasına anlamına gelmektedir. Vakıf üniversitesi ile iş birliği yapan özel hastane, sağlık ve uygulama araştırma merkezi, yani üniversite hastanesi niteliğine kavuşmaktadır.

Sağlık hizmet sunucuları Sağlık Bakanlığı tarafından birinci, ikinci ve üçüncü basamak olarak basamaklandırılmaktadır. SUT'ta yer alan bu basamaklandırmaya göre, özel hastaneler ikinci basamak özel sağlık kurumları arasında yer alırken üniversite hastaneleri ile bu hastanelere bağlı sağlık uygulama ve araştırma merkezleri üçüncü basamak resmi sağlık kurumları arasında yer alır. Bu durumda iş birliği yapan özel hastane, vakıf üniversitesi için uygulama ve araştırma merkezi olarak

**UYARI:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

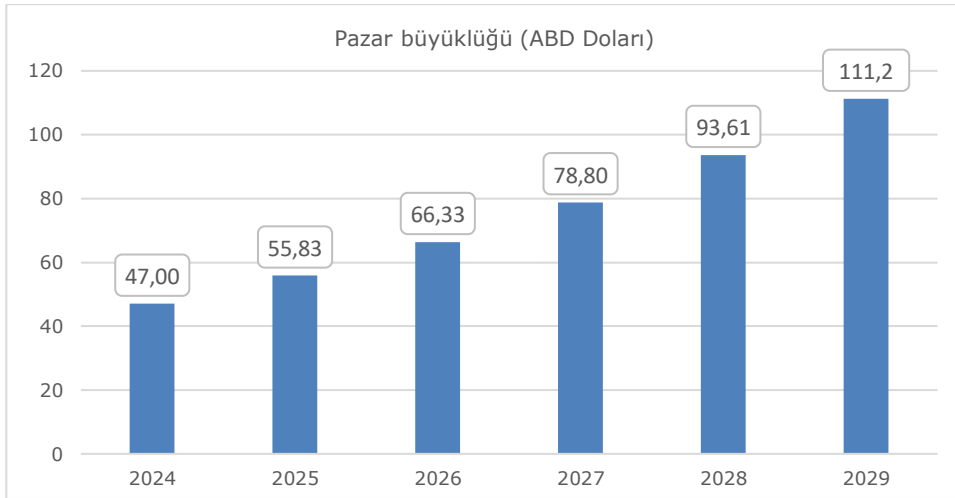


kabul edildiğinden, söz konusu özel hastane de SUT kapsamında üçüncü basamak resmi sağlık kurumu, yani üniversite hastanesi olarak değerlendirilir. SGK tarafından sağlık hizmet sunucusuna ödenecek bedel belirlenirken üçüncü hizmet basamağı olarak dikkate alınır ve iş birliği yapan özel hastanenin ikinci basamak sağlık kurumlarına göre, geri ödeme kurumu SGK'ye düzenleyeceği fatura tutarı %10-50 arasında daha yüksek oranda gerçekleşir.

### Sağlık Turizmi Sektöründe Görünüm

Hastaların ikamet edilen yerin dışında konaklayarak tedavi olmasını amaçlayan özel bir turizm çeşidi olan sağlık turizmi, tıbbi tedavi turizminin yanında termal sağlık tesislerinde rehabilitasyon, medikal spa, yaşlı bakım merkezlerinde kronik hastalık takibi gibi faaliyetleri de kapsamaktadır. Özellikle gelişmiş ülkelerde sigorta kurumları ve bireyler, sağlık sorunlarına çözüm ararken fiyat ve hizmet değerlendirmesinde yalnızca kendi ülkelerindeki değil, dünya genelindeki seçenekleri de göz önünde bulundurmaktadır.

Medical Tourism Association'a (MTA) göre dünya genelinde her yıl 14 milyon kişi sağlık hizmetleri için yabancı ülkelere seyahat etmektedir. Araştırmalar pazara ilişkin güçlü büyüme beklentilerini işaret etmektedir. Zira, 2024 yılı pazar büyüklüğü tahminleri 24mlr USD-48mlr USD arasında olup 2024-2032 dönemi için %16,3-%22,44 YBBO öngörülmektedir. Statista'nın derlediği verilere göre 2024 yılında 47mlr USD seviyesinde olan pazar büyüklüğünün 2029'da 111,20mlr USD'ye erişeceği tahmin edilmektedir. Söz konusu trend %18,80 YBBO'ya isabet etmektedir.



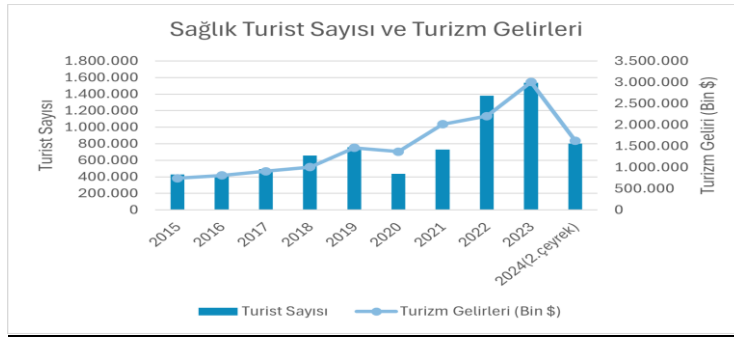
Kaynak: Statista, Küresel Sağlık Turizmi 2024-2029 Pazar Değeri

Sağlık turizmi alanında önemli bir destinasyon olarak Türkiye, sektörde aktif bir rol oynamaktadır. Türkiye'de de sağlık turizmi sağlık sektörü ve özel hastaneler sektörü için önemli bir gelir kaynağı halinde gelmiş olup bu alandaki yatırımlar devam etmektedir. Sağlık turizmi üçüncü çeyrekte ve özellikle turizm bölgelerine sahip illerde yıl içinde en yoğun dönemini yaşamaktadır. Sağlık turizmi

**UYARI:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

kapsamında gelen hastalar genellikle Antalya, İstanbul, İzmir ve Muğla gibi turistik bölgeleri tercih etmektedir.

Sağlık Bakanlığı bünyesindeki Uluslararası Sağlık Hizmetleri Anonim Şirketi (USHAŞ) verilerine göre 2024 yılının ikinci çeyreğinde 801.723 kişi sağlık hizmeti almak için ülkemize gelmiş ve buradan elde edilen gelir 1,62mlr USD tutarında gerçekleşmiştir. 2024 yılı üçüncü çeyreğinde ise 1.154.575 kişi ülkemize gelmiş ve 2,31mlr USD gelir elde edilmiştir. Rakip ülkelere göre nispeten ucuz fiyatlama güçlü yabancı talebinde önemli bir etken olarak öne çıkmaktadır. Türkiye’de sağlık turizminin ülkenin sahip olduğu kalifiye tıp personeli ve modern sağlık tesisleri ile daha da gelişmeye devam etmesi beklenmektedir.



Kaynak: USHAŞ, Sağlık Turizmi Verileri

### Sektöre Özgü Riskler

- Sağlık sektöründe faaliyet gösteren şirketler Sağlık Bakanlığı'nın yürürlükte yer alan kanuni düzenlemelerine tâbidir. Bu durum gelecekte sağlıkla ilgili yasa ve mevzuatlarda değişiklik yapılması durumunda belirsizlik yaratabilir. Devletin, özel sağlık sektörüne sağladığı mali destek ve sektörde uygulanan fiyat politikalarına yönelik yapabileceği yasal düzenlemeler şirketin faaliyetlerini doğrudan etkileyebilir.
- Özel sağlık sigortalarında teminat kapsamlarının değiştirilmesi ve bunun sonucunda şirket tarafından hastalara sunulan bazı hizmetlerin kapsam dışı bırakılması olumsuz etkileyebilir.
- Özel hastaneler sektöründe personel, ilaç ve malzeme ve tıbbi cihaz başlıca maliyet kalemlerini oluşturmaktadır.
- Tıbbi cihaz, ilaç ve sarf malzemelerinin büyük ölçüde ithalat ile temin edilmesinden dolayı döviz kurlarındaki olası dalgalanmalar ithal girdi maliyetlerini etkileyebilmektedir.
- Türk lirasının değerlenmesi, dolar bazında diğer ülkelere kıyasla daha ucuz fiyatlandırma yüzünden sağlık turizminde Türkiye'yi seçenlerin kararlarında değişiklik yaratabilir.

**UYARI:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

- Yakın coğrafyamızda yaşanan savaşların daha da kızışması durumu sağlık hizmeti talebinde bulunan kişilerde tedirginlik yaratıp bu hizmeti maliyeti daha yüksek olsa bile kendi ülkesinde almaya veya jeopolitik riskler yaşamayan ülkelere almaya itebilir. Bu durum Türkiye'nin sağlık turizminden aldığı payı düşürebilir.

### Şirkete Özgü Riskler

- Rekabetçi bir sektörde faaliyet gösteren şirket, İzmir Şehir Hastanesi'nin açılması dolayısıyla hastaların yeni açılmış bir hastanede daha düşük maliyetlerle sağlık hizmeti almayı tercih etmesi halinde olumsuz etkilenebilir.
- Şirket'in geçmiş dönemler itibari ile istihdam ettiği insan kaynağında sirkülasyon çok olmasa da bu insan kaynağının rakip şirketlere geçme riski her zaman mevcuttur. Sağlık personelinin diğer hastanelere geçmesi durumunda şirketin yeterli sayıda nitelikli personel bulunduramaması şirketin faaliyetlerini olumsuz etkileyebilir.
- Şirketin faaliyetlerini yürütürken kullandığı yüksek teknoloji içeren tıbbi cihazların yüksek maliyetleri nedeni ile yedeğini buldurumaması söz konusu olabilir. Bu cihazların yenilenmesi ve bakımı şirkete büyük maliyetler getirebilir. Bu yüzden cihazların bozulması, arıza yapması ve yenilenememesi hizmetlerde aksama yaratacağından şirketin mali durumu ve beklentileri olumsuz etkilenebilir.
- Şirketin tıbbi cihazlarda teknolojiye ayak uydurması gerektiği gibi bilişim teknolojisinde de geride kalmaması gerekmektedir. Tıbbi kayıtların, hastaların geçmiş sağlık verilerinin, stokların ve laboratuvar kayıtlarının düzgün bir şekilde gerçekleştirilememesi şirket faaliyetlerini olumsuz etkileyebilir.
- Şirket gelirinin önemli bir bölümünü SGK ile akdedilmiş sözleşmeleri oluşturmaktadır. SGK Sözleşmelerinin sona ermesi durumunda SGK kapsamındaki hastalardan ödeme alamaması şirketin mali durumunu olumsuz etkileyebilir.

### Borsa İstanbul'da İşlem Gören Özel Hastaneler

- MLP Sağlık Hizmetleri A.Ş. (MPARK): 1993 yılında faaliyete başlayan şirket, Medical Park'ın ardından ek olarak Liv Hospital markası ile devam etmektedir. Türkiye'de 14 ilde, yurtdışında ise Azerbaycan, Macaristan ve Kosova'da faaliyet gösteren şirket, 6.300'den fazla yatak kapasitesi, toplam 34 hastanesi ile Türkiye'deki en geniş ağa sahip özel hastane zinciridir. Hisse senetleri Borsa İstanbul'da işlem görmektedir.
- Nasmed Özel Sağlık Hizmetleri Ticaret A.Ş. (EGEPO): Nisan 2009'da Egepol Hastanesi ile sağlık sektöründe faaliyete başlayan şirket, 2019 yılında Egepol Cerrahi Hastanesi'ni açmıştır. 2021 yılında sağlık grubu içinde yerini alan Evde Sağlık Birimi ve Egepol Mobil Sağlık oluşumları ile

**UYARI:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

hastane dışı sağlık hizmetlerinde pandemi koşullarını da göz önüne alan şirket yeni yatırımlar yapmış ve 2022 yılı başında hizmete giren Egepol International Hastanesi ile Ege Bölgesinde 325 yatak kapasitesine ulaşmış olup, tüm bölgeye ve sağlık turizmi alanında yaptığı iş birlikleri ile dünya geneline sağlık hizmeti sunmaktadır. Hisse senetleri Borsa İstanbul'da işlem görmektedir.

- Lokman Hekim Engürüsağ Sağlık, Turizm, Eğitim Hizmetleri ve İnşaat Taahhüt A.Ş. (LKMNH): Toplamda 7 hastane, 2 tıp merkezi ve bünyesindeki tam donanımlı laboratuvarlar ile 27 yıldır hizmet veren şirket, sağlık hizmetlerinin yanında turizm ve inşaat sektöründe de faaliyet göstermektedir. Hisse senetleri Borsa İstanbul'da işlem görmektedir.

#### Yabancı Borsalarda İşlem Gören Özel Hastaneler

- Spire Healthcare Group: İngiltere'de ciro bazında lider sağlık grubu Spire Healthcare'nin İngiltere, Galler ve İskoçya'da 38 hastanesi ve 50'den fazla klinik ve sağlık merkezi bulunmaktadır. Şirket, Londra borsasında (LSE) SPI koduyla işlem görmektedir.
- Life Healthcare Group: Güney Afrika merkezli şirket, Güney Afrika ve diğer bazı ülkelerde toplam 8297 yatak kapasiteli hastane ve sağlık tesisleri işletmektedir. Johannesburg borsasında (JSE) LHCJ koduyla işlem görmektedir.
- Murni Sadar: Endonezya'da onkoloji ve kardiyovasküler alanlara odaklanarak sağlık hizmetleri sunan hastaneler grubunun, 2022 itibarıyla Medan, Jakarta, Bali, Tangerang, Pematangsiantar ve Pekanbaru bölgelerinde toplam 1035 yatak kapasiteli yedi hastanesi bulunmaktadır. Payları 2021 tarihinde Endonezya borsasında halka arz edilen şirket, MTMH hisse koduyla işlem görmektedir.
- Patransit Healthcare Group: Tayland'da faaliyet gösteren grubun üç hastanesi bulunmaktadır. Toplamda 315 yatak kapasitesine sahiptir. Şirket payları Tayland borsasında işlem görmekte olup hisse senedi kodu PHG'dir.

#### Finansal Analiz

Şirket'in konsolide finansallarına göre net kârı nisan-haziran döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %691, çeyreklik bazda ise %1144 artışla 983,1mn TL'ye yükselmiştir. Net kâr artışında yatırım amaçlı gayrimenkulün gerçeğe uygun değer değişiminden kaynaklı kazanç etkili olmuştur. Zira, yaklaşık 1,11mlr TL tutarındaki yatırım faaliyeti net gelirinin önemli kısmı, sağlık kompleksine dönüştürülmesi planlanan, AVM ve otel binasının değer değişiminden kaynaklıdır.

Net satış geliri nisan-haziran döneminde yıllık %18 artış, çeyreklik %9 azalışla 438,8mn TL olmuştur. Hastane bazında brüt sağlık gelirlerinin yaklaşık %54'ünü Özel Tınaztepe Galen Hastanesi, %29'unu Özel Tınaztepe Hastanesi, %9'unu Buca Tıp Merkezi ve %4'ünü Tınaztepe Özel Sağlık Hastanesi (Torbalı) geliri oluşturmaktadır. Kurum bazında ise yaklaşık %25'i SGK'ya yapılan satışlardan ve kalan

**UYARI:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

%75'i diğer kişi, kuruluşlara yapılan satışlardan oluşmaktadır. Yılın ilk çeyreğinde SGK'ya yapılan satışlar toplamın %26'sını oluşturmuştu. Yılın ilk yarısında hastane bazında gelir dağılımı aşağıdaki gibidir:

HASTANELER BAZINDA GELİR DAĞILIMI (TL)	1 Ocak-30 Haziran 2024
Buca Tıp Merkezi	94.544.894
Özel Tınaztepe Hastanesi	283.972.898
Özel Tınaztepe Galen Hastanesi	487.714.448
Tınaztepe Torbalı Hastanesi	42.693.134
<b>TOPLAM</b>	<b>908.925.374</b>

KURUM BAZINDA SAĞLIK GELİRİ (TL)	1 Ocak-30 Haziran 2024
SGK'ya yapılan satışlar	225.703.170
Diğer kişi, kuruluşlara yapılan satışlar	706.765.736
<b>TOPLAM</b>	<b>932.468.906</b>

KURUM BAZINDA TİCARİ ALACAKLAR (TL)	1 Ocak-30 Haziran 2024
SGK'dan alacaklar	104.284.527
Diğer kişi, kuruluşlara yapılan satışlar	105.883.501
AVM'den alacaklar	1.843.885
<b>TOPLAM</b>	<b>105.883.501</b>

Kaynak: Şirket 01.01.2024 – 30.06.2024 Dönemi Faaliyet Raporu

Maliyetlerin oransal olarak hâsılatla kıyasla yıllık bazda sert artması, çeyreklik bazda ise hâsılatdaki düşüşe karşın sınırlı bir artış kaydetmesi brüt kârlılığı olumsuz etkilemiştir. Faaliyet giderleri yıllık bazda sert artarken çeyreklik bazda gerilemiştir. Hem maliyetlerde hem de faaliyet giderlerinde personel giderindeki artış olup faaliyet giderlerindeki yıllık artış büyük ölçüde personel ve amortisman giderlerindeki artıştan kaynaklanmıştır. Net faaliyet kârı (NFK) yıllık %38, çeyreklik %22 azalarak 97,4mn TL'ye gerilemiştir. Üniversite bağış gideri ve reeskont faiz giderindeki artışın önemli rol oynadığı 29,7mn TL tutarındaki esas faaliyetlerden diğer net giderin de etkisiyle esas faaliyet kârı (EFK) yıllık %58, çeyreklik %35 düşüşle 67,7mn TL olmuştur.

SMM Dağılımı (%)	2Ç24	2Ç23
Personel giderleri	28,5	26,0
İlk madde malzeme giderleri	25,3	30,5
Dışarıdan sağlanan fayda ve hizmetler	37,0	33,1
Amortisman giderleri	8,4	10,7

Genel Yönetim Giderleri Dağılımı (%)	2Ç24	2Ç23
Personel giderleri	55,5	47,2
Amortisman giderleri (-)	40,5	30,2

Kaynak: Şirket Finansal Raporları, Piramit Araştırma

Finansman gelir/gider dengesinde 2Ç24'te oluşan 13mn TL tutarındaki net gider kârı baskılamıştır. 1Ç24 döneminde 24,3mn TL net gider, 2Ç23 döneminde ise 109,6mn TL net gelir oluşmuştu. Şirket'in 2024/06 itibarıyla 250,1mn TL net finansal borç pozisyonuna karşılık 315,6mn TL hazır değeri mevcut

**UYARI:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

olup likidite oranları ve işletme faaliyetlerinden pozitif nakit akışı likit bir yapıyı işaret etmektedir. Enflasyon muhasebesi tarafında; TMS-29 kapsamında kaydedilen 33,23mn TL net parasal pozisyon kazancı kârı desteklemiştir. Yılın ilk çeyreğinde 83,6mn TL kazanç ve 2Ç23'te 181,9mn TL kayıp kaydedilmişti. Yukarıda belirttiğimiz üzere yatırım amaçlı gayrimenkul değer artışından kaynaklı 1,11milyar TL tutarındaki net geliri 2Ç24 kârını önemli ölçüde desteklemiştir.

Büyüme ve kârlılıktaki istikrarlı görünüm devam etmektedir

Yılın ilk yarısındaki performans incelendiğinde, net kârın 2024/06 döneminde 1,06milyar TL, bir önceki yılın aynı döneminde ise 124,23mn TL olduğu görülmektedir. Net satış geliri ise 2023/06'da 720,7mn TL iken 2024/06'da enflasyona göre düzeltilmiş olarak yaklaşık %27'lik artışla 918,1mn TL'ye güçlü bir yükseliş gerçekleştirmiştir. Altı aylık FAVÖK rakamları kıyaslandığında, 2023/06'da 273,0mn TL iken yıllık %13 artışla 2024/06'da 308,2mn TL'ye yükselmiştir.

Şirket'in kâr marjlarında düşüşler olmakla birlikte makul seviyelerin korunduğu ve uzun vadeli ortalamalara yakın seyrettiği görülmektedir. 2Ç24'te net çeyreklik net kâr marjı gayrimenkul değer artışının etkisiyle %224,0 olurken brüt kâr marjı %33,7, net faaliyet kâr (NFK) marjı %22,2, esas faaliyet kâr (EFK) marjı %15,4 olmuştur. Ocak-Haziran 2024 döneminin marjları incelendiğinde, net kâr marjı %115,7, brüt kâr marjı %36,9, net faaliyet kâr marjı %24,22, esas faaliyet kâr (EFK) marjı %18,8 ve FAVÖK marjının %33,57 olduğu görülmektedir. Altı aylık performansların üç yıllık ortalamalarına bakıldığında %35,9 brüt kâr marjı, %26,1 NFK marjı, %22,8 EFK marjı, %32,7 FAVÖK marjı olduğu görülmektedir.

Kâr Marjları (Çeyrek)	2Ç24	2Ç23	Fark (Puan)	2Ç24	2Ç23	Fark (Puan)
Brüt kâr marjı	33,7%	47,4%	-13,8	33,7%	39,9%	-6,2
NFK marjı	22,2%	41,7%	-19,5	22,2%	26,1%	-3,9
EFK marjı	15,4%	42,7%	-27,3	15,4%	21,8%	-6,4
Net kâr marjı	224,0%	33,3%	190,8	224,0%	16,5%	207,6

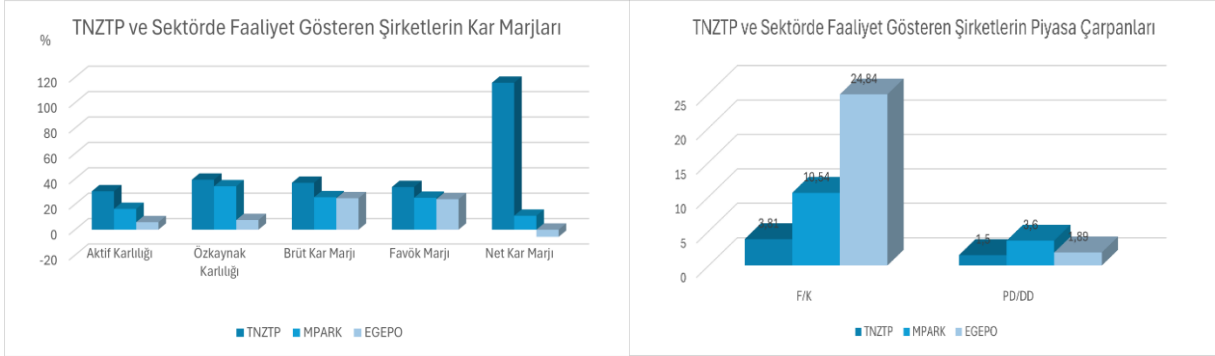
Kâr Marjları (Altı ay)	2022/06	2023/06	2024/06
Brüt kâr marjı	31,7%	39,0%	36,9%
NFK marjı	23,6%	30,5%	24,2%
EFK marjı	20,8%	28,8%	18,8%
FAVÖK marjı	26,5%	37,9%	33,6%
Net kâr marjı	25,1%	22,1%	115,7%

Kaynak: Şirket Finansal Raporları, Finnet, Piramit Araştırma

Şirket'in kâr marjları uzun vadede dengeli seyreden bir görünümde. 2024'ün ilk yarısı itibari ile sektördeki kârlılık marjlarına bakıldığında güçlü tarafta kaldığı görülmektedir.

Şirket'in operasyonel ve finansal görünümü değerlendirildiğinde, olumsuz mevcut makro ekonomik görünüm ve enflasyon muhasebesi kaynaklı etkilerin, yüksek faiz ve enflasyon ortamında defansif olan sağlık sektöründe görece sınırlı kaldığını, bununla birlikte Şirket'in Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirketler arasında öne çıktığını düşünmekteyiz.

**UYARI:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.



### JCR-ER Kredi Notu

Kredi derecelendirme kuruluşu JCR Eurasia Rating (JCR-ER) tarafından yapılan değerlendirme neticesinde Şirket'in kredi notu (AA-) olarak tespit edilmiştir. Kurum'un 30.10.2024 tarihli Rating Bildirim Formuna göre İzmir Tınaztepe Sağlık Grubu'nun tüm notları aşağı gibidir:

- Uzun Vadeli Ulusal Kurum Kredi Rating Notu: AA- (tr) / (Stabil Görünüm)
- Kısa Vadeli Ulusal Kurum Kredi Rating Notu: J1+ (tr) / (Stabil Görünüm)
- Uzun Vadeli Uluslararası Yabancı Para Kurum Kredi Rating Notu: BB / (Stabil Görünüm)
- Uzun Vadeli Uluslararası Yerel Para Kurum Kredi Rating Notu: BB / (Stabil Görünüm)

- 15 -

JCR ER'nin şirketler ve ihraçlar için atanan rating notu skalası, 'AAA' ile 'BBB' (Yatırım Yapılabilir), 'BB' ile 'C' (Spekülatif) ve 'D' (Temerrüt Hali) kategorileri kullanılarak ifade edilir. Uzun Vadeli Ulusal Kurum Kredi Rating Notu (AA-) "çok yüksek kredi kalitesi", çok düşük temerrüt riski beklentisini ifade etmekte olup finansal yükümlülüklerin yerine getirilmesi için çok güçlü bir kapasitenin varlığına işaret etmektedir. Kurumun Tınaztepe Sağlık Grubu'na ilişkin not tespitinde, esas itibarıyla, gelir yaratma kapasitesinde istikrarlı artış, temel kârlılık ölçütlerinde sürdürülebilir iyileşme, ılımlı kaldıraç ve sağlam özkaynak yapısı, operasyonel verimlilik, kısa nakit dönüşüm döngüsü, 2023 mali yılda gerçekleşen negatif nakit akışı ölçümleri, sağlık sektöründe artan maliyetlerin sektör genelinde kârlılığı baskılanması ve sektördeki yoğun rekabet unsurlarının göz önünde bulundurulduğu ifade edilmiştir.

**UYARI:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

## ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

### TAPDI OKSİJEN ÖZEL SAĞLIK VE EĞİTİM HİZMETLERİ SANAYİ TİCARET A.Ş.

Konsolide Finansal Durum Tabloları (TL)

Bilanço (Seçilmiş Kalemler, TL)	2022/12	2023/12	2024/06
<b>VARLIKLAR</b>			
<b>Dönen Varlıklar:</b>	₺ 506.877.340	₺ 911.883.935	₺ 706.671.156
Nakit ve Nakit Benzerleri	₺ 191.671.206	₺ 565.695.773	₺ 315.577.266
Finansal Yatırımlar	₺ 135.017.975	₺ 10.583.928	₺ 34.686.461
Ticari Alacaklar	₺ 104.397.342	₺ 207.728.054	₺ 212.011.913
Stoklar	₺ 42.783.938	₺ 81.942.434	₺ 77.385.392
Peşin Ödenmiş Giderler	₺ 30.929.114	₺ 37.411.825	₺ 58.579.533
<b>Duran Varlıklar:</b>	₺ 1.720.670.715	₺ 4.635.057.436	₺ 5.680.509.236
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	₺ 156.372.141	₺ 189.385.774	₺ 2.276.271.000
Maddi Duran Varlıklar	₺ 1.513.650.462	₺ 4.393.441.719	₺ 3.354.803.940
Kullanım Hakkı Varlıkları	₺ 48.708.944	₺ 49.499.081	₺ 46.966.639
<b>Toplam Varlıklar:</b>	₺ 2.227.548.055	₺ 5.546.941.371	₺ 6.387.180.392
<b>KAYNAKLAR</b>			
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler:</b>	₺ 228.597.299	₺ 681.762.898	₺ 617.059.424
Kısa Vadeli Borçlanmalar	₺ 8.317.730	₺ 18.336.407	₺ 6.223.270
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	₺ 21.006.402	₺ 247.811.272	₺ 272.888.814
Ticari Borçlar	₺ 123.014.094	₺ 183.600.410	₺ 160.798.741
Diğer Borçlar	₺ 28.490.282	₺ 115.149.176	₺ 70.914.053
Ertelenmiş Gelirler	₺ 14.477.718	₺ 50.571.923	₺ 43.223.408
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler:</b>	₺ 212.483.473	₺ 989.678.900	₺ 863.991.979
Uzun Vadeli Borçlanmalar	₺ 21.747.918	₺ 659.081.919	₺ 321.239.148
Ticari Borçlar	₺ 5.344.583	₺ 23.245.249	₺ 19.274.162
Diğer Borçlar	₺ 73.406.335	₺ 18.523.086	₺ 14.850.000
Uzun Vadeli Karşılıklar	₺ 11.148.598	₺ 16.000.024	₺ 20.892.752
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	₺ 100.836.039	₺ 272.828.622	₺ 487.735.917
<b>Özkaynaklar</b>	₺ 1.786.467.282	₺ 3.875.499.572	₺ 4.906.128.989
Ödenmiş Sermaye	₺ 100.000.000	₺ 128.000.000	₺ 128.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	₺ 437.539.176	₺ 596.457.562	₺ 596.457.562
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	₺ 36.536.040	₺ 526.225.288	₺ 529.461.901
Geçmiş Yıllar Kârları/Zararları	₺ 971.857.029	₺ 1.493.687.538	₺ 2.520.650.996
Dönem Net Kârı/Zararı	₺ 266.132.456	₺ 1.026.214.003	₺ 1.062.097.885
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	₺ 1.786.467.282	₺ 3.874.494.916	₺ 4.905.124.333
<b>Toplam Kaynaklar</b>	₺ 2.227.548.054	₺ 5.546.941.370	₺ 6.387.180.392

\*2022/12 finansal durum tablosuna ilişkin enflasyon düzeltmesi 2023/12 finansallarından alınmıştır.

\*2023/12 finansal durum tablosuna ilişkin enflasyon düzeltmesi 2024/06 finansallarından alınmıştır.

\*2024/06 finansal durum tablosuna ilişkin enflasyon düzeltmesi 2024/06 finansallarından alınmıştır.

\*Enflasyon muhasebesi dolayısıyla dönemler arasında doğrudan karşılaştırma yapılamaz.

**UYARI:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.



**TAPDİ OKSİJEN ÖZEL SAĞLIK VE EĞİTİM HİZMETLERİ SANAYİ TİCARET A.Ş.**

Konsolide Kâr veya Zarar ve Diğer Kapsamlı Gelir Tabloları (TL)

Gelir Tablosu (Seçilmiş Kalemler, TL)	2022/12	2023/12	2024/06
<b>Hâsılat</b>	₺ 1.074.787.033	₺ 1.313.151.247	438.773.945
Satışların Maliyeti (-)	-₺ 825.076.419	-₺ 950.682.670	-291.007.921
<b>Brüt Kâr</b>	₺ 249.710.614	₺ 362.468.577	₺ 147.766.024
Faaliyet Giderleri (-)	-₺ 70.919.701	-₺ 171.311.594	-₺ 50.352.288
<b>Net (Esas) Faaliyet Kârı</b>	₺ 178.790.913	₺ 191.156.983	₺ 97.413.736
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	₺ 29.449.928	₺ 32.515.855	₺ 7.845.119
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-₺ 30.879.528	-₺ 54.096.472	-₺ 37.551.132
<b>Esas Faaliyet Kârı</b>	₺ 177.361.313	₺ 169.576.366	₺ 67.707.723
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	₺ 65.525.103	₺ 885.063.448	1.113.836.379
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-₺ 1.434.586	-₺ 7.017.326	-6.991.791
<b>Finansman Geliri Öncesi Faaliyet Kârı</b>	₺ 240.872.136	₺ 1.045.808.339	₺ 1.174.153.822
Finansman Gelirleri	₺ 133.345.491	₺ 187.790.580	₺ 33.309.053
Finansman Giderleri (-)	-₺ 30.952.751	-₺ 86.194.166	-₺ 46.348.414
Net Parasal Pozisyon Kazançları (Kayıpları)	-₺ 45.544.044	-₺ 193.963.045	₺ 33.234.057
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kârı</b>	₺ 297.720.832	₺ 953.441.708	₺ 1.194.348.518
Dönem Vergi Gideri	-₺ 41.405.304	-₺ 19.829.500	-₺ 3.482.708
Ertelenmiş Vergi Geliri, (Gideri)	₺ 9.816.925	-₺ 110.903.753	-₺ 207.794.962
<b>Dönem Net Kârı</b>	₺ 266.132.453	₺ 822.708.455	₺ 983.070.848

\*2022/12 gelir tablosuna ilişkin enflasyon düzeltmesi 2023/12 finansallarından alınmıştır.

\*2023/12 gelir tablosuna ilişkin enflasyon düzeltmesi 2023/06 finansallarından alınmıştır.

\*2024/06 gelir tablosuna ilişkin enflasyon düzeltmesi 2024/06 finansallarından alınmıştır.

\*Enflasyon muhasebesi dolayısıyla dönemler arasında doğrudan karşılaştırma yapılamaz.

**UYARI:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

## DEĞERLEME

Tapdi Oksijen Özel Sağlık ve Eğitim Hizmetleri Sanayi Ticaret A.Ş. değerlendirme çalışmasında Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı yöntemleri kullanılmıştır.

Gelir yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) analizi, değerlendirme konusu şirketin gelecek dönemlerde elde edebileceği net nakit akımlarının bugüne indirgenmesine dayalı bir değer hesaplama yöntemidir.

Çalışmada, risksiz getiri oranı söz konusu yıllar için sırasıyla %45,00, %30,00, %25,00, %20,00, %15,00, %12,50, %10,00 olarak varsayılmıştır. Pazar risk primi %7,00, hisse senedi betası (β) 1,00 ve %5,00 nihai büyüme oranı varsayılmıştır.

### İNA Özeti

TAPDI OKSİJEN ÖZEL SAĞLIK VE EĞİTİM HİZMETLERİ SANAYİ TİCARET A.Ş.  
İndirgenmiş Nakit Akımları (TL)

İndirgenmiş Nakit Akımları (TL)	2024/12T	2025/12T	2026/12T	2027/12T	2028/12T	2029/12T	2030/12T	Nihai
Hâsılat	2.079.844.278	3.254.828.951	4.287.528.945	6.767.248.379	9.825.997.299	13.001.555.034	15.796.603.698	
Esas Faaliyet Kârı (Vergiden Sonra)	480.450.574	755.540.141	979.049.850	1.563.606.742	2.283.243.452	3.572.138.761	4.340.774.087	
Amortisman ve İtfa Gideri	127.268.061	138.418.832	149.569.603	145.720.374	141.871.145	138.021.916	134.172.687	
Yatırım harcaması	- 26.250.000	- 750.000.000	- 750.000.000	- 100.000.000	- 100.000.000	- 100.000.000	- 100.000.000	
Net işletme sermayesi değişimi (Artış)	- 151.127.050	- 145.049.745	- 127.538.458	- 308.717.997	- 387.214.178	- 315.779.249	- 331.302.269	
Firmaya serbest nakit akışı (FCFF)	430.341.585	- 1.090.772	251.080.995	1.300.609.119	1.937.900.419	3.294.381.429	4.043.644.506	36.756.606.991
İskonto oranı	50,05%	36,34%	31,26%	26,36%	21,45%	18,86%	16,55%	
İskonto dönemi	0,50	1,50	2,50	3,50	4,50	5,50	6,50	
İskonto edilmiş FCFF (Tahmin ufku)	351.312.429	- 685.197	127.202.400	573.535.799	808.135.645	1.273.962.278	1.494.219.016	
FCFF net bugünkü değer (Tahmin ufku)	4.627.682.369							
Uzun vadeli büyüme oranı	5,00%							
FCFF net bugünkü değer (Nihai)	13.582.405.932							
Toplam firma değeri	18.210.088.301							
Faaliyet Dışı Net Yükümlülükler	- 239.400.956							
Özsermaye değeri	17.970.687.345							
Hisse senedi sayısı	128.000.000							
Hisse senedi değeri	140,35 ₺							
Hisse senedi kapanış fiyatı	55,75 ₺							

Pazar Yaklaşımı: Piyasa çarpanları analizi, değerlendirme konusu şirkete benzer, yurt içi ve yurt dışında faaliyet gösteren şirketlerin uygun görülen piyasa çarpanlarına dayalı bir değer hesaplama yöntemidir.

Çalışmada, yurt içinde Borsa İstanbul'da (BIST) işlem gören MLP Sağlık Hizmetleri A.Ş. (MPARK), Nasmed Özel Sağlık Hizmetleri Ticaret A.Ş. (EGEPO) ve Lokman Hekim Engürüsağ Sağlık, Turizm, Eğitim Hizmetleri ve İnşaat Taahhüt A.Ş. (LKMNH) benzer şirketler olarak değerlendirilmiştir. Yurt dışında faaliyet gösteren Spire Healthcare Group PLC (SPI.L: Refinitiv Eikon İngiltere borsası), Life Healthcare Group Holdings Ltd. (LHCJ.J: Refinitiv Eikon Güney Afrika borsası), Patransit Healthcare Group PCL (PHG.BK: Refinitiv Eikon, Tayland borsası), Murni Sadar Tbk PT (MTMH.JK: Refinitiv Eikon, Endonezya borsası) şirketleri seçilmiştir.

**UYARI:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Kod	Ad	Merkez Ülke	Piyasa Değeri (TL)	Firma Değeri (TL)
EGEPO	Nasmed Özel Sağlık Hizmetleri	Türkiye	2.545.000.000	2.560.582.666
LKMNH	Lokman Hekim	Türkiye	3.408.480.000	4.126.642.028
MPARK	MLP Sağlık Hizmetleri	Türkiye	65.803.703.589	69.800.433.589
SPI.L	Spire Healthcare Group	İngiltere	39.173.390.870	91.856.797.266
LHCJ.J	Life Healthcare Group.	Güney Afrika	46.824.395.664	37.056.909.949
MTMH.JK	Murni Sadar	Endonezya	4.669.652.729	6.062.951.934
PHG.BK	Patransit Healthcare Group	Tayland	4.873.776.035	4.020.021.039

Söz konusu şirketlerin Fiyat/Kazanç (F/K), piyasa değeri/defter değeri (PD/DD), Firma Değeri/Net Satışlar (FD/Net Satış) ve Firma Değeri/Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi, Kâr (FD/FAVÖK) çarpanları değerlendirilmiştir. EGEPO F/K (0,00) çarpanı, MTMH F/K (297,70) çarpanı uç değer kabul edilerek hesaplama dahil edilmemiştir.

F/K çarpanı ile elde edilen değere %30, PD/DD çarpanı ile elde edilen değere %40, FD/Net Satış çarpanı ile elde edilen değere %15 ve FD/FAVÖK ile elde edilen değere %15 ağırlık verilmiştir. Nihai olarak Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirketlerin piyasa çarpanları baz alınarak hesaplanan ağırlıklı ortalama değere %60, yabancı borsalarda işlem gören şirketlerin piyasa çarpanları baz alınarak hesaplanan ağırlıklı ortalama değere ise %40 ağırlık verilmiştir.

- 19 -

## SONUÇ

Gelir yaklaşımı çerçevesinde, 2024-2030 projeksiyon dönemine dayalı İNA analizi hesaplamasında 140,35 TL, Pazar Yaklaşımı doğrultusunda piyasa çarpanlarına dayalı değer hesaplamasında ise 100,29 TL pay fiyatı elde edilmiştir. İNA analizine %60 ve piyasa çarpanları analizine %40 ağırlık verilmiş olup **pay başına 124,33 TL 12-aylık hedef fiyat tespit edilmiştir**. 07.11.2024 kapanış fiyatına göre %123,01 prim potansiyeli hesaplanmıştır.

## TAPDI OKSİJEN ÖZEL SAĞLIK VE EĞİTİM HİZMETLERİ SANAYİ TİCARET A.Ş.

### Değerleme Sonucu

Değerleme yöntemi	Ağırlık	Hisse senedi fiyatı
İNA Değerleme	60%	140,35 ₺
Pazar Çarpanları Analizi	40%	100,29 ₺
<b>Toplam</b>	<b>100%</b>	<b>124,33 ₺</b>
Hisse Fiyatı (07.11.2024 Kapanış)		55,75 ₺
Prim potansiyeli		123,01%

**UYARI:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

## **PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.**

Gümüşsuyu Mah. İnönü Cad. Işık Apt. No:53 Kat:5 Daire 9-10 Taksim/İstanbul  
Tel: 0212 293 95 00 Faks: 0212 293 95 60

### **Balıkesir İrtibat Bürosu**

Altıeylül Mah. Keçeci sok. Özcaner İş merkezi No:17 K:1 Altıeylül/Balıkesir  
Tel: 0266 280 15 00 Faks: 0266 245 23 34

### **Ferdi Uğur Taçkınlar**

**Araştırma Müdürü**

**02123953227**

ugur.tackinlar@piramitmenkul.com.tr

### **Arif Tekin Seğmen**

**Piramit PYS Araştırma Uzmanı**

**02123954008**

asegmen@piramitportfoy.com.tr

