

Sağlık Sektöründe Medical Vizyon

Rüzgar Arkasından Esiyor

Sağlık turizminin gelişimini, tamamlayıcı sağlık sigortalarındaki hızlı artışı, yaşlanan nüfusun artan sağlık hizmetleri ihtiyacını, Medical Park'ın yerel ve uluslararası büyüme planlarını, düşük talep elastikiyetinin enflasyonu fiyatlara yansıtmaya müsaade etmesini, ayrıca da şirket hisselerinin küresel benzerlerine kıyasla geniş iskontosunu göz önüne alarak Medical Park'ı öneri listemize dahil ediyoruz.

Şirketin Değerlemeyle İmtihani

Şirket geri alım programıyla 22 ay boyunca düzenli olarak hissesini destekledi. Önümüzdeki dönemde alınan hisselerin sermaye indirimine konu edilip piyasaya gelmeleri riskinin ortadan kalkmasını bekliyoruz. Her ne kadar hisse geri alımları özsermaye karlılığının geliştirilmesi ve hissenin değerlemesine olan inanç olarak okunsa da, biz şirketlerin dolaşımdaki payını, dolayısıyla likiditesini ve endekslerdeki ağırlığını düşüren bu işlem yerine daha fazla temettü dağıtılması suretiyle hisseye güvenin ortaya konmasını daha sağlıklı buluyoruz.

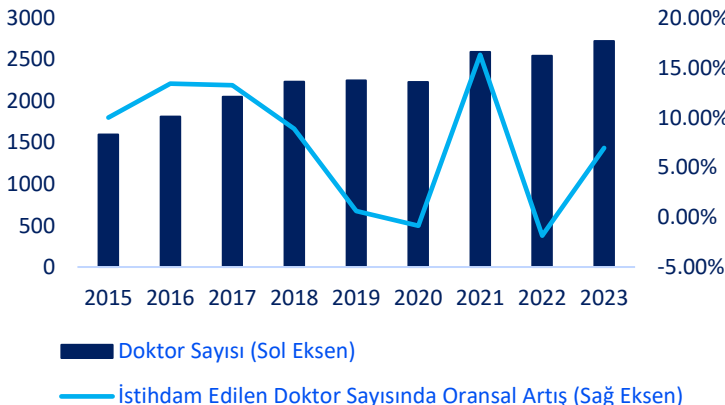
Marjlarda Sürekli Büyüme

Sektörde marjlar son dört yılda kapasite kullanım oranlarının artması ve maliyet tarafında dijitalleşme ile gelen verimlilikle yükseliyor. Hastanelerin tam kapasiteye ulaşması birkaç yıl aldığından dolayı yatırımların etkisi marjlara gecikmeli yansıyor. Enflasyon muhasebeli mali tablolarındaki operasyonel kar marjlarının standart finansallara kıyasla hafiften daha düşük gelmesini öngörsek de bunun zamanla toparlanmasını bekleriz.

Cazip Değerleme

Gerek ülke içinde gerekse yurt dışındaki benzerleriyle kıyasladığımızda Medical Park %60 seviyesinde bir iskonto ile işlem görmektedir. Hızlı büyümenin bilakis primli işlem görmesini gerektirdiğini düşünmekteyiz.

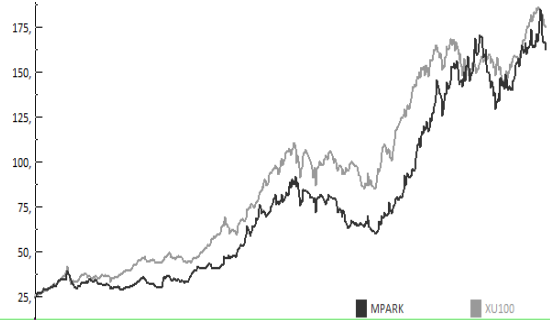
Şirkette Çalışan Doktor Sayısı



MPARK

12.03.2024

Mpark	AL
Tavsiye	AL
Fili Dolaşımdaki Payı	33,15%
Piyasa Değeri (USD mn)	1107,1
Piyasa Değeri (TRY mn)	35.428
Hedef P. Değeri (TRYmn)	64.262
Hisse Fiyatı (TRY)	170,3
Hedef Fiyat (TRY mn)	309
Yükseliş Potansiyeli	81%
Firma Değeri (TRY mn)	39.173
Son Finansalları	2023/09
Haftalık Değişim	2.28
Aylık Değişim	-2.13
Y-Y Değişim	113.14
Haftalık Relatif Getiri	-0,02
Aylık Relatif Getiri	-0.17
Yıllık Relatif Getiri	24.1



Çarpanlar	2023	2024T	2025T	2026T
FD/SNA	17,1	16,6	11,0	6,5
FD/FAVÖK	9,5	5,9	3,7	3,2
F/K	14,6	9,1	5,6	5,0
PD/DD	7,8	4,2	2,4	1,6
Özs. Kar.	0,73	0,60	0,54	0,39

Ömürçan Arık
oarik@a1portfoy.com
02123714333

Duygu Doran
ddoran@a1portfoy.com
02123714336

Yatırım Teması

Medical Park'ı öneri listemize dahil etmemizin sebepleri; i. Sağlık turizminin gelişimi, ii. tamamlayıcı sağlık sigortalarındaki hızlı artış, iii. yaşlanan nüfusun artan sağlık hizmetleri ihtiyacı, iv. şirketin büyüme planları, v. Sektördeki düşük talep elastikiyetinin enflasyonun fiyatlara yansıtılmasına olanak tanınması, vi. küresel benzerlerine kıyasla geniş iskonto.

Şirket bu sene Ataşehir'de yeni hastane geliştirmek adına yönetim hakkını devralacak şekilde bir ortaklık anlaşması imzaladı.

Ayrıca Gaziantep ilinde bulunan Liv Hospital'a ait sahip olduğu %60 payını %100'e çıkarttı.

Liv Hospital Macaristan'da kurulu bir hastanenin yönetimi için hizmet sözleşmesi imzaladı. Elde edilecek gelirin yanında şirketin elde edeceği know-how ile farklı ülkelerde de benzer hizmet verilebilmesinin önü açılabilir.

Şirketin her sene bir hastane açarak büyümeyi sürdürmesini bekleriz. Önümüzdeki dört sene içinde İstanbul (Ataşehir ve Topkapı) ayrıca İzmir ve Ankara'da yeni hastaneler açılması hedefleniyor.

Küresel sağlık turizminde Türkiye'nin konumu zaman içinde güçleniyor. Yurt dışından ilginin artarak sürmesi Medical Park'a gelen yabancı hasta sayısında artışına yol açıyor. Kur artışı fiyatlama avantajını pekiştirerek bu sağlık turizmini daha da cazip hale getirmekte.

Bazı hastaneler bir yılın altında başabaş noktasına ulaşırsa da yeni açılan bir hastanenin tam kapasite çalışması 4 seneyi bulabiliyor. Bu sebepten yüksek frekanslı hastane açılışı yapıldıktan sonraki yıllarda kademeli iyileşen ciro ve marjları takip etmekteyiz.

Katalistler

Şirket düşük talep elastikiyeti olan sağlık sektöründe faaliyet gösterdiği için hizmet fiyatlarını en az enflasyon oranı ile artırırken pazar kaybına uğramıyor.

Ülke genelinde tamamlayıcı sağlık sigortalarının hızlı büyüme göstermesi Medical Park'ın hastanelerine gelen hasta sayısında artışa yol açıyor. Özellikle son yıllarda devlet hastanelerinde artan yoğunluk özellerin tercih edilmelerine yol açıyor.

MLP Sağlık'ın daha çok üst segmente hitap eden hastanelerinin ekonomik durgunluk veya artan sağlık hizmeti fiyatlamalarından etkilenmemesi fiyatlama avantajı sağlamakta. Bu durum da şirketin daha yüksek karlılıkla faaliyet göstermesine imkan vermekte.

Yurt dışında yönetim sözleşmelerinde bulunduğu hastanelerden know-how sağlayıp yeni uluslararası pazarlarda da yayılma potansiyeli elde etmesini kıymetli buluyoruz.

Riskler

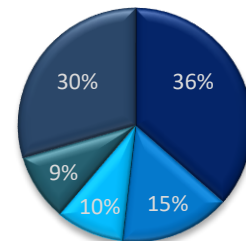
Şirket yurt dışında yönetim sözleşmesi tarafında önemli bir yatırım harcaması yapmasa da yeni hastanelerinden beklenen verimi alamamasını risk unsuru olarak görüyoruz.

2024 yılında özellikle seçimden sonra maliye ve para politikasında sıkı duruşun devam etmesi ekonomideki büyümenin hız kesmesine sebep olabilir. Bu durumun talep elastikiyeti düşük bir sektörde olunması ve üst segmente hitap eden hastanelerin yavaşlamadan daha da az etkilenmesi beklentimize rağmen bir ciro büyümesi kaybına sebep olabilir.

Şirket Geçmişi

1993 yılında Muharrem Usta tarafından kurulan MLP Hastaneler Grubu ilk hastanesini İstanbul-Fatih'te açtı. Çevre il ve ilçelerde yayılarak büyüyen Medical Park 29 hastane ve 5700 civarı yatak kapasitesiyle hizmet vermektedir. 27 Hastanesi Türkiye'de 2 hastanesi de yurt dışında hizmet veren Medical Park hastane hizmetlerinin yanı sıra ülkemizde birçok spor kulübünün sağlık sponsorluğunu da yapmaktadır.

Ortaklık Yapısı



- LIGHYEAR HEALTHCARE B.V.
- SANCAC YATIRIM İÇ VE DIŞ TİCARET ANONİM ŞİRKETİ
- MUHARREM USTA
- MLP SAĞLIK HİZMETLERİ ANONİM ŞİRKETİ
- DİĞER

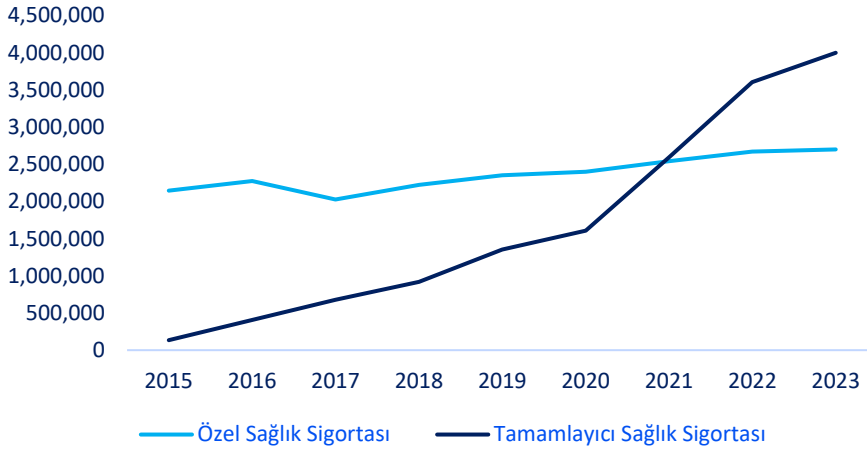
İçindekiler

A. Medical Park Sektörde Parlıyor	4
B. Türkiye’de Hastane Sektörü ve Medical Park’ın Konumu	6
C. Global Sağlık Sektörü	7
D. Özet	10
E. Projeksiyonlar & Değerleme	11
F. Finansal Tablolar	12
G. Sorumluluk Reddi Beyanı	13

A. Medical Park Sektörde Parlıyor

Konjonktürel etkileri arkasına alan sektörün en sağlam kolunu olarak tamamlayıcı sağlık sigortalarında (TSS) güçlü bir artış trendini takip ediyoruz. TSS'ler son 8 yılda yaklaşık olarak 30 kat arttı. 2015 yılında 134 bin olan TSS'li sayısı 2024 yılı itibariyle 4 milyonu geçmiş durumda. Bunların yanı sıra 2024 yılı Cumhurbaşkanlığı Yıllık Programında 'Sağlık hizmet kapasitesinin etkin kullanımının teminen kişilere uygun maliyetlerle alternatif sağlık güvencesi sağlamak üzere tamamlayıcı sağlık sigortacılığının yaygınlaştırılmasına yönelik mevzuat değişikliği için hazırlık çalışmaları yürütülecektir' ibaresi ile tamamlayıcı sağlık sigortalarının yaygınlaştırılması ilerleyen senelerde ivme hızına göre projekte ettiğimizde TSS'li sayısının artış potansiyelinin yüksek olduğunu gösteriyor.

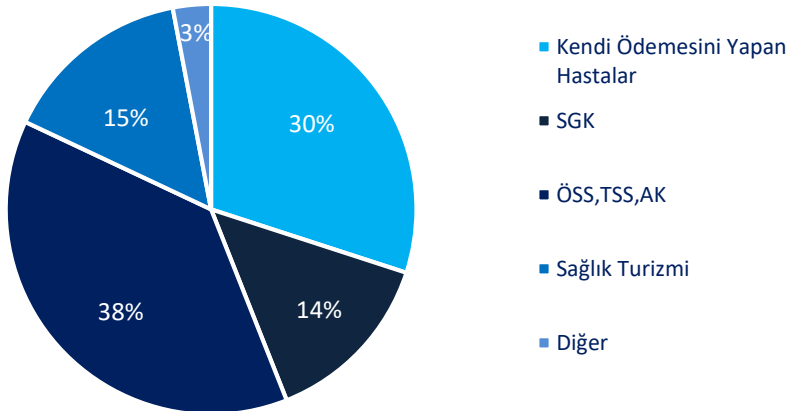
Özel Sağlık Sigortası ve TSS'li Sayısı



Şirket 2023 yılının 3. Çeyreğinde cirosunu y-y enflasyonun çok üstünde %97'lik bir büyümeyle FAVÖK tarafında ise %111'lik büyümeyle kapattı. Bir önceki senenin aynı döneminde de y-y satışlarda %75 Favökte %81'lik büyüme meydana gelmişti. Şirketin enflasyonun üstünde karlılığını sürdürmekte zorluk yaşamadığını görebiliyoruz.

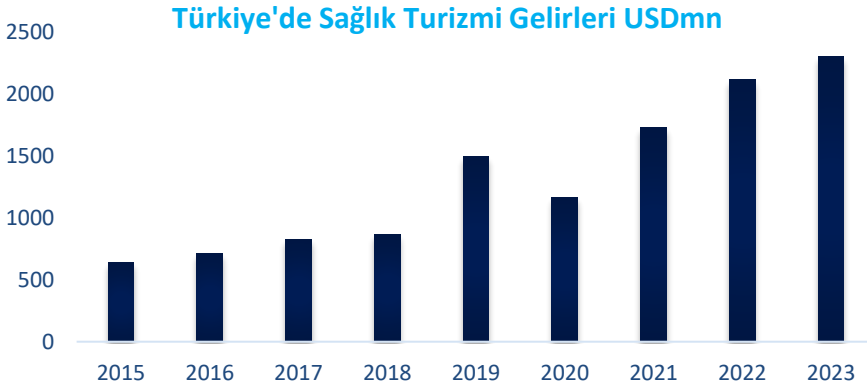
Bunun yanında TSS' li olupta Medical Park'a gidenlerin sayısının oluşturduğu hasılat %107 oranında artış göstererek en fazla artan oran oldu. Özel sağlık sigortası (TSS, ÖSS, AK) oran olarak Medical Park'ta en yüksek hasılat payına sahip.

Hasılat Payları



Kaynak: Mpark Yatırımcı Sunumu

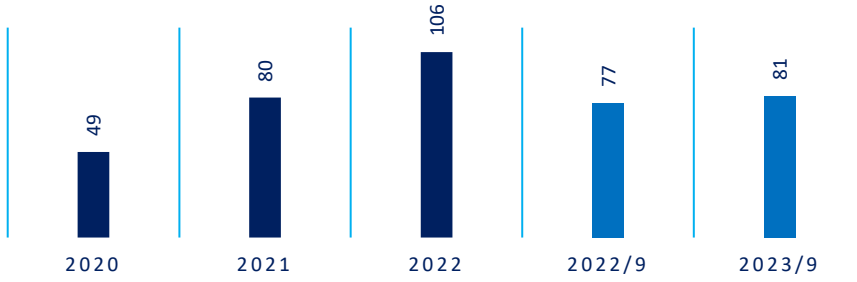
Yeni hastanelerin katkısı ve sağlık sigortalılardaki artışın yanı sıra şirketin bu büyümeyi sağlamasındaki ana etmenlerden bir diğeri sağlık turizminin gelişimidir.



Kaynak: USHAŞ

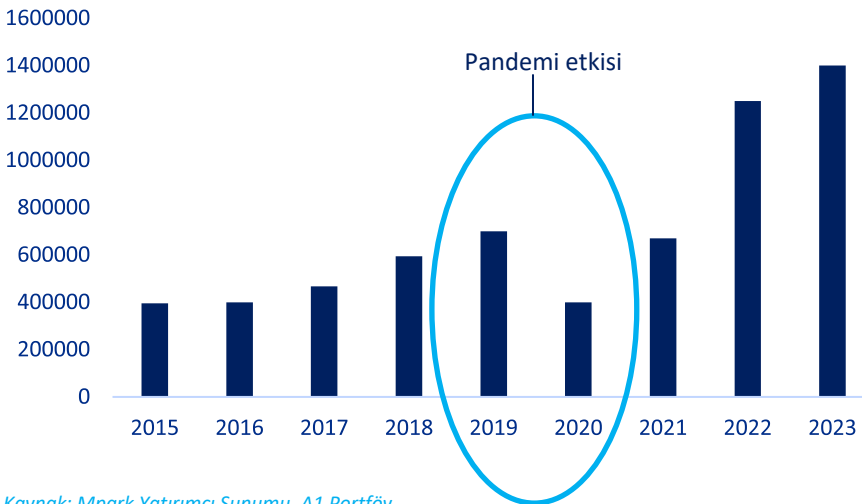
Son 9 senede ülkemize gelen sağlık amaçlı turist sayısı 3,5 kat artarak 2015 yılında 400 bin kişiden 2024 yılına geldiğimizde 1.4 milyona yükseldi. Özellikle pandemi sonrası sağlık turizmindeki patlama karlılık konusunda şirketin diğeri güçlü kolonunu oluşturmaktadır.

Yabancı Sağlık Turizminden Medical Park'ın Hasılatı (Usdmn)



Kaynak: Mpark Yatırımcı Sunumu

Türkiye'ye Sağlık Amaçlı Gelen Turist Sayısı



Kaynak: Mpark Yatırımcı Sunumu, A1 Portföy

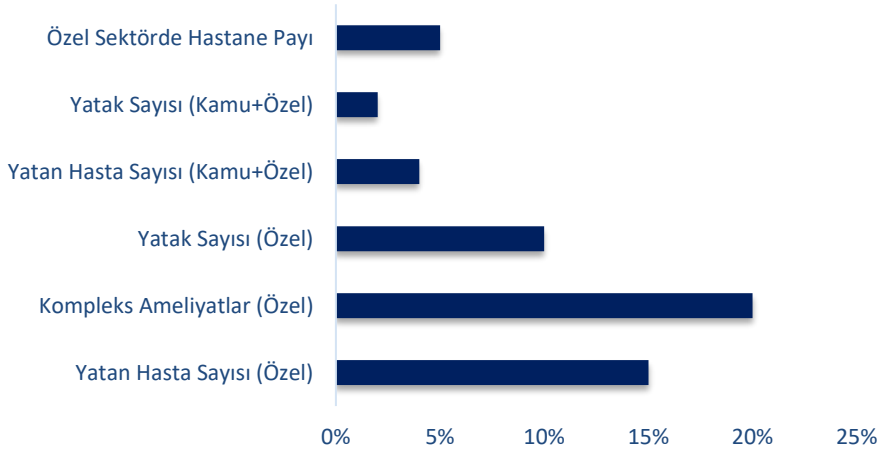
Küresel standartların ötesinde yüksek hizmet kalitesinin yanında rekabetçi kurun da desteğiyle cazip fiyatlamaya sahip olan Türkiye, estetik ve saç ekimi başta olmak üzere sağlık turizminde cazip bir destinasyon durumunda. Mevcut koşullarda yüksek standart arayışındaki üst segmente hitap eden Medical Park sağlık turizminden payını alıyor. Önümüzdeki yıllarda bu trendde bir bozulma öngörmüyor olmamızın da ötesinde yerel seçim sonrası dönemde daha rekabetçi fiyatların bu sağlık turizmini daha da desteklemesini bekleriz.

Şirketin gelirlerinin %15'inin sağlık turizminden gerçekleştiğini düşününce sağlık turizmi hem Medical Park'ın hem de sektörün karlılığını devam ettirmesi için önemli rol oynuyor.

B. Türkiye'de Hastane Sektörü ve Medical Park'ın Konumu

Türkiye'de toplam 571 özel hastanenin 27'si Medical Park'ındır. Her ne kadar özel hastanelerin toplam payı içerisinde %5 gibi gözüksün de yatak sayısı pazar payında %10, yatan hasta pazar sayısında ise %15'lik bir paya sahiptir. Hastanelerinin daha donanımlı ve büyük olması sayesinde pazar payında önemli bir yer almakta olup sağlık sektörüne ilişkin gelişmelerden direkt olarak etkilenmektedir. Büyük olmasının avantajlarından birisi üst düzey doktorlarla çalışma fırsatı sunduğundan dolayı özel sektördeki komplike ameliyatlarda yaklaşık %20'lik bir payı vardır. Bunların yanı sıra raporda bahsettiğimiz TSS'lerdeki artışın olumlu etkilerinden biri olarak devlet hastaneleri dahil tüm hastanelerde yatak sayısı bakımından %2 yatan hasta sayısı bakımından %4'lük bir paya sahip olması sağlık sektöründe büyüyen Türkiye'nin bu durumundan Medical Park'ın ne kadar istifade edebileceğine yönelik fikir vermektedir.

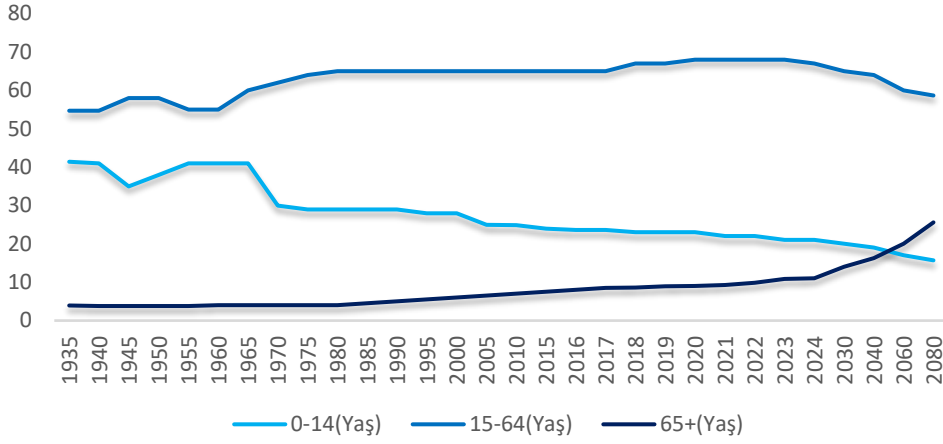
Medical Park'ın Sektör Payları



Kaynak: Mpark Yatırımcı Sunumu

Özel hastane tarafında TSS'lerin destekleyici unsur olmasından sonra Türkiye pazarında sektörün en büyük destekleyenlerden biri yaşanan nüfus olarak karşımıza çıkmakta. Türkiye'deki yaşlanma hızı Türkiye tarihinin en üst seviyelerinde yer alması genç nüfus oranının hızla düşmesi ile beraber özel hastaneler için potansiyeli artırıyor. TÜİK tarafından yayınlanan verilere göre 2030'da %10 olan yaşlı nüfus oranının 2040'ta %16,3'e çıkması öngörülmüyor.

Türkiye Yaş Seviyesi



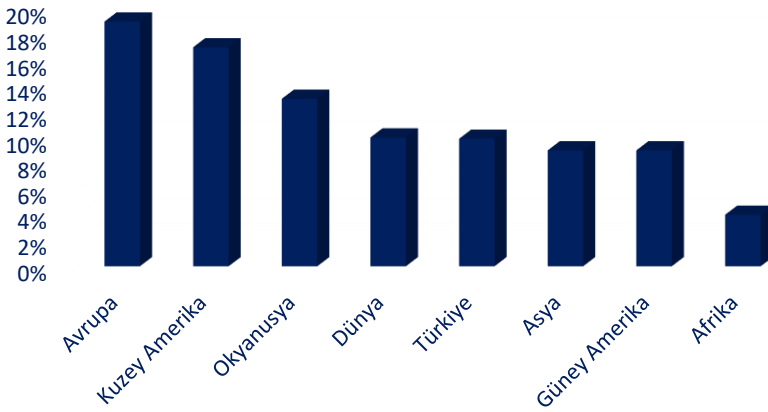
Kaynak: TÜİK

C. Global Sağlık Sektörü

Türkiye'deki yaş ağırlığının yukarıya doğru artması sorunu global tarafta da önemli bir unsur olarak karşımıza çıkıyor. Yaşlanan nüfus ve sağlık harcamalarının artması sağlık sektörünün karlılığı için önemli bir rol oynuyor. Birleşmiş Milletler Türkiye'nin yayınladığı yazıya göre 2021 yılında 761 milyon olan 65 yaş üstü nüfusun 2050'ye geldiğimizde tam 2 kat artarak 1,6 milyar olması beklenmekte.

Statista ve TÜİK verilerine göre yaşlı nüfusun en yoğun olduğu bölge %19 olarak Avrupa karşımıza çıkıyor. Bu taraftan bakacak olursak Medical Park için Avrupa pazarı oldukça önem atfediyor.

Yaşlı Nüfus Oranı

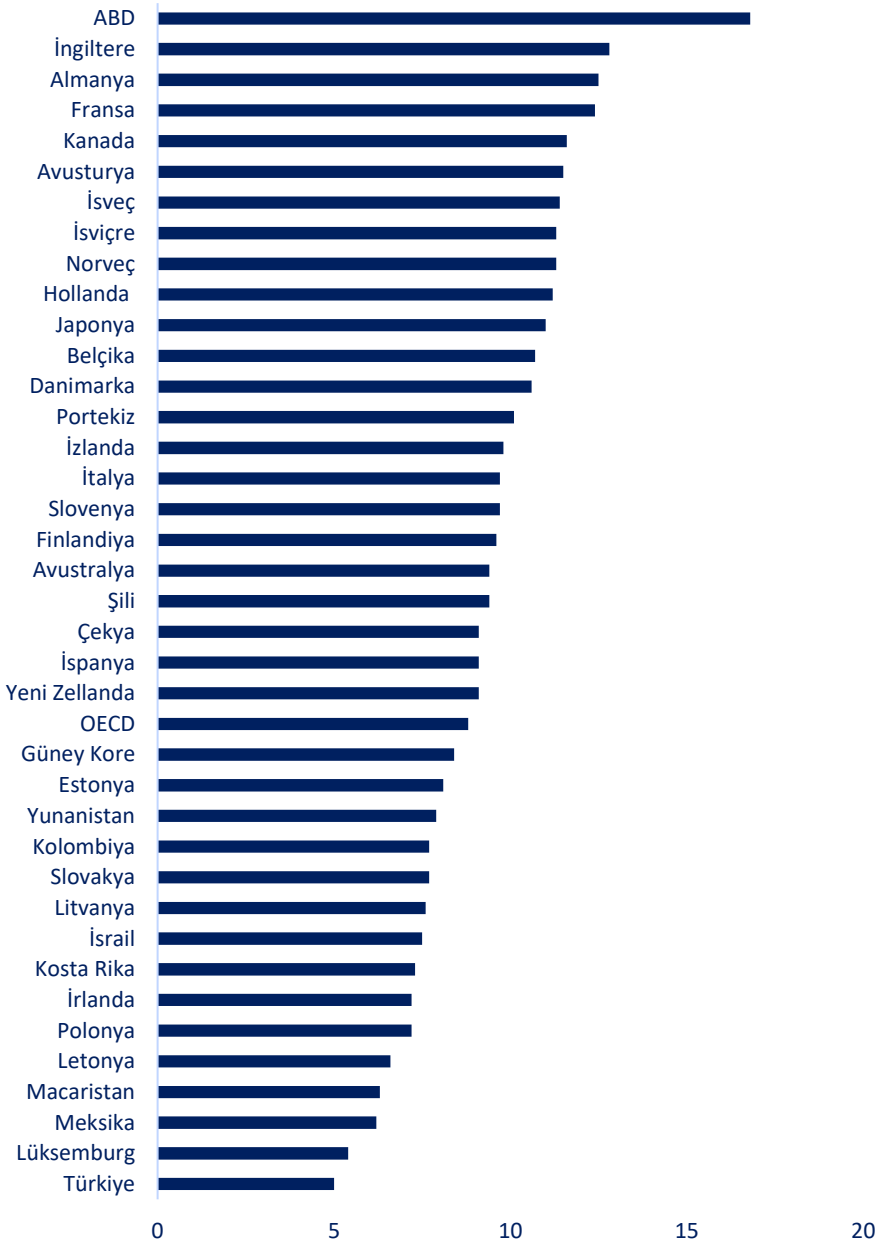


Kaynak: Statista, TÜİK

Global tarafta diğer önemli husus sağlık harcamaları ve sağlık harcamalarının milli gelire oranı. Sağlık harcamalarındaki artış ve milli gelirden ki oranının artması sağlık sektöründe bulunan şirketlerin karlılığını önemli ölçüde etkiliyor. Türkiye ortalama olarak 35 ile 40 milyar dolar arası yıllık sağlık harcamasıyla GSYH'ye oranı %5-6 arasında değişkenlik gösteriyor. Dünyada gelişmiş veya gelişmekte olan OECD tarafından yayınlanan 38 ülkeye baktığımızda GSYH'ye oranı %9-10 civarında

değiştirdiğini görmekteyiz. Türkiye, Cumhurbaşkanlığı Yıllık Programına baktığımızda TSS tarafına verilen desteklerle beraber potansiyeli yüksek görünüyor.

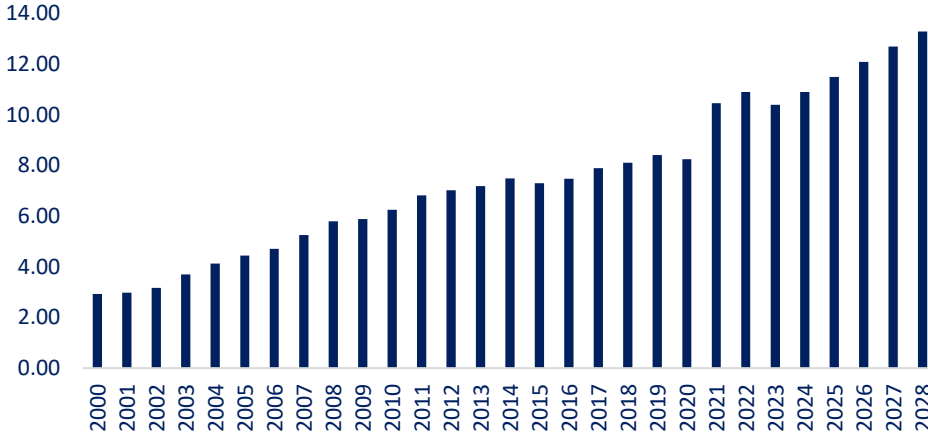
Sağlık Harcamalarının Milli Gelire Oranı (2020)



Kaynak: OECD

Türkiye 38 ülke bazında bakınca sonuncu gözükmesi potansiyelin daha yukarlarda olduğunu gösterirken özellikle Avrupa kıtasının yüksek harcamalara sahip olması Türkiye'den Avrupa'ya açılmak isteyen sağlık şirketleri için önemli bir fırsat oluşturuyor.

Global Sağlık Harcamaları (Trilyon Dolar)



Kaynak: The World Bank , Statista

Global tarafta 2000'lerin başından günümüze kadar yaklaşık 3 trilyondan 10 trilyon dolara kadar 3 katın üzerinde bir sağlık harcaması yapılmıştır. Dünyada yaşanan nüfus ve teknolojiler geliştikçe sağlık harcamalarında 2023 yılından 2028-29 projeksiyonuna kadar %50 dolar bazında bir artış öngörülmekte.

Global Sağlık Sektörü Çarpanları

Şirket	2023/4 Tahmini		2024 Tahmini	
	FD/FAVÖK	2023/4 Tahmini F/K	FD/FAVÖK	2024 Tahmini F/K
MLP Sağlık Hizmetleri AS	9,5	14,6	5,9	9,1
İskonto Oranı	51%	57%	66%	68%
Global Ortalama	19,34	34,07	16,94	28,84
Al Hammadi Holding	21,57	30,14	19,77	27,86
Apollo Hospitals Enterprise	37,43	89,02	28,79	57,48
Aster DM Healthcare	14,57	45,78	12,45	33,59
Bangkok Chain Hospital	16,04	29,71	14,54	26,09
Bangkok Dusit Medical Services	18,18	29,94	16,90	27,49
Bumrungrad Hospital	17,86	25,26	16,81	23,81
Chengdu Bright Eye Hospital Co	15,19	29,69	11,87	22,09
China Resources Medical Holdin	2,50	5,59	2,30	4,97
Chularat Hospital PCL	16,04	26,55	14,63	23,55
Dallah Healthcare Co	27,53	43,49	25,11	36,52
Diagnosticos da America	5,83	32,00	5,34	9,82
Dr Sulaiman Al Habib Medical	41,28	49,28	36,28	41,74
Global Health Ltd/India	38,98	67,41	31,95	53,69
Huaxia Eye Hospital Group Co	14,69	26,87	11,95	20,63
IHH Healthcare Bhd	13,01	30,72	12,15	27,85
Life Healthcare Group Holdings	9,96	16,77	8,91	13,72
Max Healthcare Institute L	38,47	57,02	31,60	47,40
Medikaloka Hermina Tbk	12,11	30,47	10,52	25,20
Mitra Keluarga Karyasehat T	20,69	32,85	17,88	29,00
Mouwasat Medical Services Co	22,74	32,99	20,39	26,20
Narayana Hrudayalaya	21,12	30,94	18,59	28,94
Netcare	6,39	10,33	5,81	8,68
Rainbow Children's Medicare	27,43	50,60	23,06	41,18
Ramkhamhaeng Hospital	26,71	23,31	24,43	20,53
Siloam International Hospitals	9,61	22,13	8,48	19,18
Thonburi Healthcare Group	18,26	34,72	16,90	30,65
Vibhavadi Medical Center	17,40	31,83	17,15	31,83

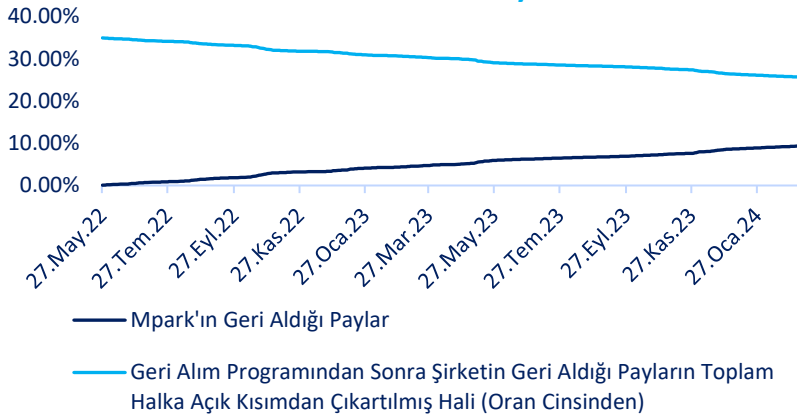
Çarpanlara baktığımızda Medical Park'ın herhangi bir şekilde açıklanamayacak ölçüde bir iskonto oranına sahip olduğunu söylemek mümkün. Şirketin FD/FAVÖK çarpanları ortalaması küresel benzerlerine kıyasla 2023 yılsonu için %51, 2024 yılsonu için %66 iskontolu duruyor.

D. Özet

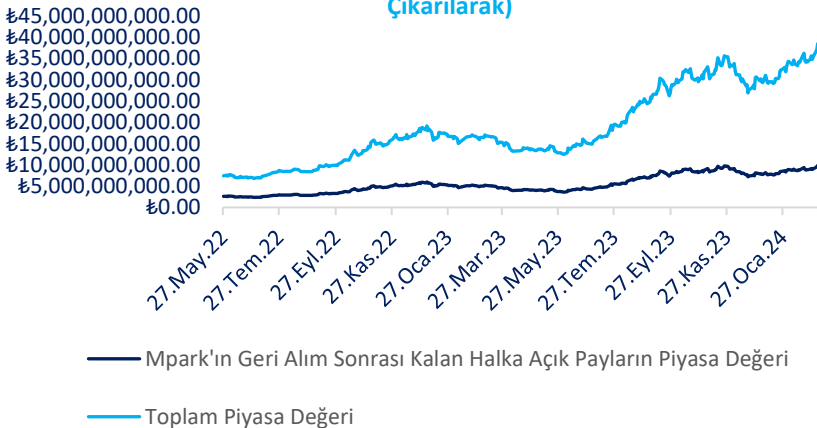
Küresel bir yeni paradigma olarak sağlığa ve estetiğe verilen önemin artmasıyla sağlık turizminin gelişmesi, tamamlayıcı sağlık sigortalarının yaygınlaşması, yaşlanan nüfus ve hali hazırda yaşlı bir bölge olan Avrupa'daki fırsatları değerlendirmeye çalışan Medical Park'ı olumlu olarak izlemekteyiz. Sağlık harcamalarının artması ve Türkiye'nin bu konuda yüksek potansiyelinin bulunması avantaj sağlamakta. Şirketin yapmış olduğu yatırımlar ve global çarpanlarına baktığımızda şirket hisselerinin hakemediği seviyede iskontolu işlem gördüğünü düşünüyoruz.

Şirket borçluluk tarafında da başarılı bir seyir izlemekte. Sıfırdan hastane yapımı yüksek sermaye yatırımı gerektiren bir iş olduğundan dolayı borçluluklarını etkin şekilde kullanarak yatırım harcamalarını yönetiyorlar. Yönelmek istedikleri veya hastane yapmak istedikleri yerlere gerektiği yerde yüksek sermaye yatırımı harcaması yapmaktansa o bölgede bulunan bir hastane ile yönetim sözleşmesi imzalayıp gerekli nakite ulaşıncaya yatırım yapma kararı veriyorlar. Şirketin net borç/FAVÖK oranı 0,8x gibi düşük bir seviyede bulunmakta. Başarılı nakit yönetiminin uzun vadeli istikrarlı bir kar gelişimi için önemli olduğunu düşünüyoruz. Şirketin nakdini hisse geri alımlarına yönlendirmeyi bir an önce bırakıp, büyüme veya temettü dağıtımını ile karlılığını optimal seviyeye yükseltmesini hissedar değeri için daha pozitif olacağını düşünüyoruz.

Geri Alım Sonrası Pay Durumu



MPark Piyasa Değeri ve Halka Açık Kısımın Piyasa Değeri (MPark'ın Geri Alım Yaptığı Paylar Halka Açık Kısımdan Çıkarılarak)



E. Projeksiyonlar & Değerleme Değerleme

Mpark

All values in million Turkish Lira unless stated otherwise

Macro Assumptions	2021/12	2022/12	2023/12E	2024/12E	2025/12E	2026/12E	2027/12E	2028/12E	2029/12E	2030/12E	2031/12E	2032/12E
Inflation Rate	36,0%	64,3%	67,0%	43,0%	25,2%	8,5%	8,0%	7,5%	7,0%	6,5%	6,0%	5,5%
USD/TRY end of the year	13,40	18,71	29,48	42,55	53,19	57,71	62,33	67,00	71,69	76,35	80,93	85,39
USD/TRY average for the year	8,89	16,58	24,09	36,02	43,90	47,80	60,02	64,67	69,35	74,02	78,64	83,16
GDP Growth	11,4%	5,6%	4,1%	3,3%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%

Discounted Cash Flows (DCF)

TRY mn	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Revenue	5.796	9.837	18.690	29.904	40.371	45.336	50.686	56.413	62.506	68.944	75.701	82.741
Revenue Growth	44,4%	69,7%	90,0%	60,0%	35,0%	12,3%	11,8%	11,3%	10,8%	10,3%	9,8%	9,3%
Real Revenue Growth	6,2%	3,3%	13,8%	11,9%	7,8%	3,5%	3,5%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
EBITDA	1.353	2.346	4.112	6.579	10.658	12.105	13.685	15.232	16.877	18.615	20.439	22.340
EBITDA Growth	44%	73%	75%	60%	62%	14%	13%	11%	11%	10%	10%	9%
EBITDA Margin	23%	24%	22%	22%	26%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%
EBIT	1.017	1.900	2.430	4.448	7.781	8.875	10.074	11.212	12.423	13.703	15.046	16.445
Tax (-)	17	-370	607	1.112	1.945	2.219	2.518	2.803	3.106	3.426	3.761	4.111
Effective Tax Rate	20%	20%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
NOPAT	1.001	2.270	1.822	3.336	5.836	6.656	7.555	8.409	9.317	10.277	11.284	12.334
NOPAT Margin	17,3%	23,1%	9,8%	11,2%	14,5%	14,7%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%
Depreciation and Amortization (+)	336	445	1.682	2.131	2.876	3.230	3.611	4.019	4.454	4.912	5.394	5.895
Depreciation/Capex	70%	58%	120%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
Net Working Capital (NWC)	57	-282	-535	-856	-1.156	-1.298	-1.452	-1.616	-1.790	-1.975	-2.168	-2.370
NWC / Revenue	1%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
Change in Working Capital (-)	-224	-339	-254	-321	-300	-142	-153	-164	-174	-184	-194	-202
Change in Working Capital / Revenue	-4%	-3%	-1%	-1%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Net Income	290	1.619	2.467	3.947	6.395	7.263	8.211	9.139	10.126	11.169	12.264	13.404
Net Income / EBITDA	21%	69%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
Net Income Margin	5,0%	16,5%	13,2%	13,2%	15,8%	16,0%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%
CAPEX / Revenue	8,3%	7,8%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
CAPEX (-)	481,33	766,31	1.402	2.243	3.028	3.400	3.801	4.231	4.688	5.171	5.678	6.206
Free Cash Flows	1.080	2.288	2.356	3.545	5.984	6.628	7.519	8.362	9.257	10.203	11.194	12.225

Risk Free Rate	27%	24%	21%	19%	17%	15%	14%	12%	11%	10%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Risk Premium	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Cost of Equity	35%	32%	29%	27%	25%	23%	22%	20%	19%	18%
Cost of Debt After Tax	26%	24%	22%	20%	19%	18%	16%	15%	14%	14%
Equity Percentage	82%	82%	82%	82%	82%	82%	82%	82%	82%	82%
Debt Percentage	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
WACC	33,0%	30,4%	28,1%	26,0%	24,1%	22,4%	20,9%	19,5%	18,3%	17,2%

Present Value Calculation

Discount Factor	0,92	0,72	0,57	0,46	0,38	0,31	0,26	0,22	0,19
Discounted Cash Flows (1 year forward)	3.270	4.310	3.790	3.464	3.148	2.883	2.658	2.465	2.297

PV of Free Cash Flows (1 year forward)

Terminal Growth Rate	7,0%
Terminal Value	128.121,49
Exit Multiple: Terminal Value to FCF	10,48
PV of Terminal Value (1 year forward)	24.073
Net Debt	3.073
Fair Value	49.286
Number of shares outstanding	208
Estimated Stock Price, 12-month target (TRY)	308,9
Current Stock Price (TRY)	170,3
Potential	81%

Medical Park için hedef fiyatımızı 309 TL olarak 'AL' tavsiyesiyle belirliyoruz. Değerlememizde enflasyon ve kur beklentilerimizi güncel TCMB piyasa katılımcıları anketinden aldık. Risk Primi olarak 10 yıllık Türkiye Devlet Tahvili oranlarını kullandık ve beta katsayımızı 1x olarak belirledik. Nominal sürdürülebilir büyüme oranını %7 olarak aldık.

F. Finansal Tablolar

FINANSAL DURUM TABLOSU	2020/12	2021/12	2022/12	2023/09
Sunum Para Birimi	1000TL	1000TL	1000TL	1000TL
Finansal Tablo Niteliği	Konsolide	Konsolide	Konsolide	Konsolide
Dönen Varlıklar	2.185.278	2.741.333	3.797.503	5.627.144
Duran Varlıklar	2.386.572	3.006.788	4.638.256	6.258.222
Toplam Varlıklar	4.571.850	5.748.121	8.435.759	11.885.366
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.386.700	3.318.172	4.790.328	7.153.359
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.836.293	1.760.752	1.838.436	2.104.644
Toplam Yükümlülükler	4.222.993	5.078.924	6.628.764	9.258.003
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	282.387	538.636	1.805.022	2.500.584
Ödenmiş Sermaye	208.037	208.037	208.037	208.037
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	66.470	130.561	1.973	126.779
Toplam Özkaynaklar	348.857	669.197	1.806.995	2.627.363
Toplam Kaynaklar	4.571.850	5.748.121	8.435.759	11.885.366
KAR VEYA ZARAR VE DİĞER KAPSAMLI GELİR TABLOSU	2020/12	2021/12	2022/12	2023/09
Sunum Para Birimi	1000TL	1000TL	1000TL	1000TL
Finansal Tablo Niteliği	Konsolide	Konsolide	Konsolide	Konsolide
Hasılat	4.014.679	5.795.954	9.836.916	12.035.372
Satışların Maliyeti	-3.058.183	-4.216.994	-6.992.305	-8.488.646
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)	956.496	1.578.960	2.844.611	3.546.726
Finans Sektörü Faaliyetleri Hasılatı				
Finans Sektörü Faaliyetleri Maliyeti				
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Brüt Kâr (Zarar)				
Brüt Kâr (Zarar)	956.496	1.578.960	2.844.611	3.546.726
Esas Faaliyet Kârı (Zararı)	753.606	1.053.052	1.837.674	2.496.474
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Kârı (Zararı)	869.733	1.061.895	1.896.239	2.544.531
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kârı (Zararı)	185.511	371.885	1.304.401	1.804.773
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Kârı (Zararı)	122.997	355.209	1.674.656	1.707.299
Durdurulan Faaliyetler Dönem Kârı (Zararı)				
Net Dönem Kârı (Zararı)	122.997	355.209	1.674.656	1.707.299
Dönem Kârının (Zararının) Dağılımı, Kontrol Gücü Olmayan Paylar	58.067	64.786	55.361	86.292
Dönem Kârının (Zararının) Dağılımı, Ana Ortaklık Payları	64.930	290.423	1.619.295	1.621.007
Diğer Kapsamlı Gelir (Gider)	-12.545	-7.718	-14.942	2.625
Toplam Kapsamlı Gelir (Gider)	110.452	347.491	1.659.714	1.709.924
Toplam Kapsamlı Gelirin Dağılımı, Kontrol Gücü Olmayan Paylar	58.067	64.786	55.361	86.292
Toplam Kapsamlı Gelirin Dağılımı, Ana Ortaklık Payları	52.385	282.705	1.604.353	1.623.632

G. Sorumluluk Reddi Beyanı

Bu raporda yer alan içerik, bilgi, fiyat verileri ve grafikler ile yorumlar, yatırım kararına temel teşkil edecek şekilde, doğruluk ve geçerlilik açısından herhangi bir garanti verilmeden, iyi niyetle ve yalnızca bilgi edinme amacıyla mevcut kaynaklardan derlenmiştir. Müşterilerin burada yer alan bilgileri, herhangi bir ticari faaliyete girişmeden önce birçok girdi ve değerlendirmeden yalnızca biri olarak kullanmaları tavsiye edilir.

Bu raporda yer alan yorum ve tavsiyeler özel yatırım tavsiyesi, danışmanlık hizmeti ve/veya faaliyeti olmayıp genel yatırım tavsiyesi kapsamındadır. Yatırım danışmanlığı hizmeti almak isteyen kişi ve kuruluşların SPK mevzuatı gereği bu hizmeti vermeye yetkili kuruluşlarla iletişime geçmeleri gerekmektedir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, aracı kurumlardan, portföy yönetim şirketlerinden, mevduat dışı bankalardan yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde alınabilmektedir.

Genel bilgi vermek amacıyla hazırlanan bu rapor, kişiselleştirilmiş yorum ve tavsiyeler içermediğinden müşterinin mali durumu, risk ve getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Herhangi bir menkul kıymetin veya diğer yatırımların satın alınması veya satılması için bir izahname, teklif belgesi veya talep teşkil etmez.

Bu raporda yer alabilecek yüksek riskli yatırım ürünleri kaldıraç, piyasa, politik, ekonomik ve kur risklerinden dolayı ana para kaybına neden olabilir. Bu nedenle yalnızca burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı vermeniz beklentilerinizi karşılayan sonuçlar doğurmayabilir. Ayrıca bu raporda bahsedilen ürünler belirli yargı bölgelerinde satışa sunulmayabilir.

A1 Portföy, geniş bir faaliyet yelpazesine sahip bir finans grubunun bağlı kuruluşu olarak, yürürlükteki yasal hükümler ve iç yönergeler çerçevesinde çözümlenen çıkar çatışmalarıyla karşı karşıya kalabilir. A1 Portföy veya Güler Holding'in diğer iştirakleri, gerek kendi hesabına gerekse müşterileri hesabına bu belgede belirtilen görüşlere aykırı işlemlerde bulunabilir.

A1 Portföy, ekteki bilgi ve tavsiyeleri, önceden herhangi bir ihtara ve/veya ihtara gerek kalmaksızın, her zaman değiştirebilir ve/veya ortadan kaldırabilir. A1 Portföy'ün bu raporda yer alan kapsamlı bilgi, yorum ve tavsiyelere ilişkin herhangi bir taahhüdü bulunmamaktadır. Hedef fiyatlar bir yıl vade içindir. Aksi belirtilmediği sürece rapor üzerindeki cari hisse fiyatı üzerinden yüzde onluk kayıpta zarar kesilmelidir.

A1 Portföy ve çalışanları, bilgi, görüş ve yorumlara dayanılarak alınan karar ve işlemler nedeniyle ilişkili kişilerin veya üçüncü kişilerin uğrayabileceği maddi ve manevi zararlardan, kar mahrumiyetinden, doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan sorumlu değildir.

Bu rapor yalnızca hedeflenen alıcıların kullanımına yönelik olup, içeriği A1 Portföy'ün önceden yazılı izni olmadan tamamen veya kısmen çoğaltılamaz, çoğaltılamaz, kopyalanamaz veya başka kişilere teslim edilemez veya iletilemez. A1 Portföy, bu raporun kötüye kullanılması veya izinsiz dağıtılması konusunda hiçbir sorumluluk kabul etmez. Alıcı, bu raporu kabul ederek burada belirtilen şartlara ve sınırlamalara uymayı kabul eder.