

Düzenlemeler Sonrası Güçlü Konumlanıyor

MLP Sağlık'ı <MPARK TI>, "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyesi ile %54 getiri potansiyeline işaret eden 12 aylık 728,50 TL/hisse hedef fiyat ile araştırma kapsamımıza alıyoruz. 2026 yılında MLP Sağlık'ın, yeni eklenen hastanelerin katkısı ve tarife artışlarının (TTB, SUT) etkisiyle %7 reel büyüme kaydetmesini bekliyoruz. Sektördeki yeni düzenlemelerin maliyetler üzerinde baskı kurmasına karşın, şirketin maliyet optimizasyonunun etkisiyle güçlü büyüme ile beraber marjlarını korumasını bekliyoruz.

Şirketi öne çıkarma sebeplerimiz; 1) yeni düzenlemelerin ardından şirketin büyüme atılımlarıyla avantajlı bir alan yaratması, 2) yeni hastane alımları ve açılışlarının kapasite büyümesini ve pazar payı artışını desteklemesi, 3) yeni düzenlemeler kapsamında doktorların bordrolu hale getirilmesi sürecinde oluşan maliyetlerin, maliyet optimizasyonu ile dengelenmesi, 4) sağlık sigortalı sayısındaki artışın özel hastanelere talebi desteklemesi, 5) sağlık tarifelerindeki artışların büyümeyi desteklemesi, 6) ortaklık yapısına ilişkin belirsizliğin geride kalmasıdır.

Sektör önemli bir düzenleme sürecinden geçerken, şirket hastane portföyünü büyütüyor. 2025 yılında sektörde önemli düzenlemeler yayımlandı. Burada öne çıkan iki temel konu bulunuyor: 1) yeni lisans alma şartları ve süreçleri zorlaşıyor, 2) özel sağlık kuruluşlarında hizmetin yalnızca bordrolu hekimlerle sunulması gerekiyor. Bu süreçte şirket, uzun vadeli hastane portföyü büyümesini öne çekerek hızlandırdı. MLP Sağlık, 2025 yılında portföyüne toplam 932 yatak kapasitesiyle 4 yeni hastane ekledi. Yeni eklenen hastanelerin toplam kapasiteye oranı %13'tür. Önümüzdeki 5 yıllık dönemde şirketin portföyüne her yıl 1-2 yeni hastane eklemesini (satın almalar hariç) bekliyoruz.

Düzenlemeler marjlar üzerinde baskı yaratacak olsa da şirket bu sürece maliyet optimizasyonu ile hazırlanıyor. Şirket, yeni düzenlemelerin etkilerini azaltmak amacıyla 2025 yılının ikinci yarısı itibarıyla maliyet optimizasyonuna gitti. 2025 yılında MLP Sağlık'ın FAVÖK marjı 212 baz puan artarak %27,8 ile rekor seviyeye ulaştı. Düzeltilmiş FAVÖK marjı ise 120 baz puan artış gösterdi. Şirket, hastanelerde kiosk gibi personel maliyetini azaltıcı çözümler ve etkin stok yönetimiyle malzeme giderleri ve benzeri kalemler üzerinde etkin yönetim sağlayarak maliyet tarafında önemli adımlar atmaktadır. Toplam giderlerin hasıllata oranının, doktor giderlerindeki artışa rağmen diğer gider kalemlerindeki dengelenmenin etkisiyle 2026 yılında sınırlı olarak 20 baz puan gerilemesini, ardından uzun dönemde 50 baz puan düşüş göstermesini bekliyoruz.

Ortaklık yapısına ilişkin belirsizlik ortadan kalktı. Özel sermaye yatırım şirketi Lightyear'ın (TURKVEN) çıkış planlaması yapıldı. Lightyear, sermayenin %39,7'sine sahip en büyük ortak konumundaydı. Bu yüksek oranlı çıkış beklentisi, uzun süredir hisse üzerinde yüksek iskonto yaratmaktaydı. Söz konusu çıkış, payların yaklaşık %15'lik kısmının hızlandırılmış talep toplama yoluyla, kalan %24,7'lik kısmının ise diğer ortak ve CEO/YKB Muharrem Usta tarafından satın alınmasıyla sonlandı. Beklenen çıkışın gerçekleşmesi ve büyük payın mevcut ortak tarafından alınmasıyla belirsizliğin geride kalmasının, hisse performansını desteklemesini bekliyoruz.

Benzerlerine göre yüksek iskontolu işlem görmektedir. MLP Sağlık, 2026T ve 2027T dönemlerinde tahminlerimize göre sırasıyla 4,9x ve 3,9x FD/FAVÖK ile 10,1x ve 6,8x F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir. Şirket, cari düzeltilmiş FD/FAVÖK ve F/K çarpanları ile uluslararası benzerlerine göre sırasıyla %75 ve %60 iskontolu işlem görmektedir.

MLPCARE

MEDICALPARK | İV HOSPITAL | VM MEDICALPARK

Tavsiye

AL

Hedef Fiyat

728,50 TL

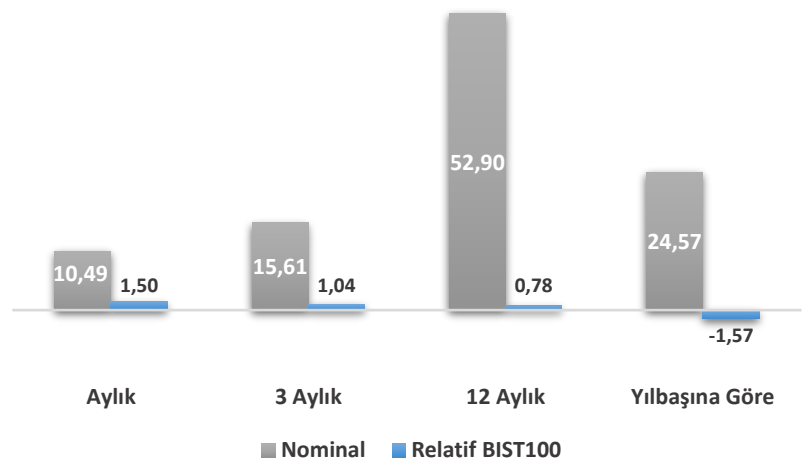
Getiri Potansiyeli

54%

Pay Bilgileri

Pay Kodu	MPARK:IS	MPARK:TI
Pay Fiyatı TL (Son Kapanış)	474	
Piyasa Değeri (mn TL)	90.540	
Sermaye (mn TL)	208	
Halka Açıklık Oranı %	42	
Sektör	Sağlık	
Pazar	Yıldız	
Ortalama İşlem Hacmi mn TL (1A)	252	
Endeks Ağırlığı (XU100)	0,85	

Fiyat Performansı % (TL)



Çarpanlar	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	13,1	10,1	6,8	5,2
FD/FAVÖK	5,5	4,9	3,9	3,2
FD/S	1,5	1,4	1,1	0,9
Özet Finansallar (mnTL)	2025	2026T	2027T	2028T
Ciro	55.093	74.376	94.457	115.237
Büyüme %		35,0%	27,0%	22,0%
FAVÖK	15.328	20.788	26.081	31.630
Büyüme %		35,6%	25,5%	21,3%
Net Kâr	5.537	8.925	13.224	17.286
Büyüme %		61,2%	48,2%	30,7%
Kar Mârjları	2025	2026T	2027T	2028T
FAVÖK Marjı	27,8%	27,9%	27,6%	27,4%
Net Kâr Marjı	10,0%	12,0%	14,0%	15,0%
Temettü Verimi			1,0%	1,0%
Borç Görünümü	2025	2026T	2027T	2028T
Net Borç	11.958	5.900	1.565	-2.125
Net Borç/FAVÖK	0,78	0,28	0,06	-0,07

*15 Nisan 2026 kapanış verileriyle hazırlanmıştır.

Akın Solmaz

akin.solmaz@fibayatirim.com.tr



Kısaca MLP Sağlık ve Yatırım Teması

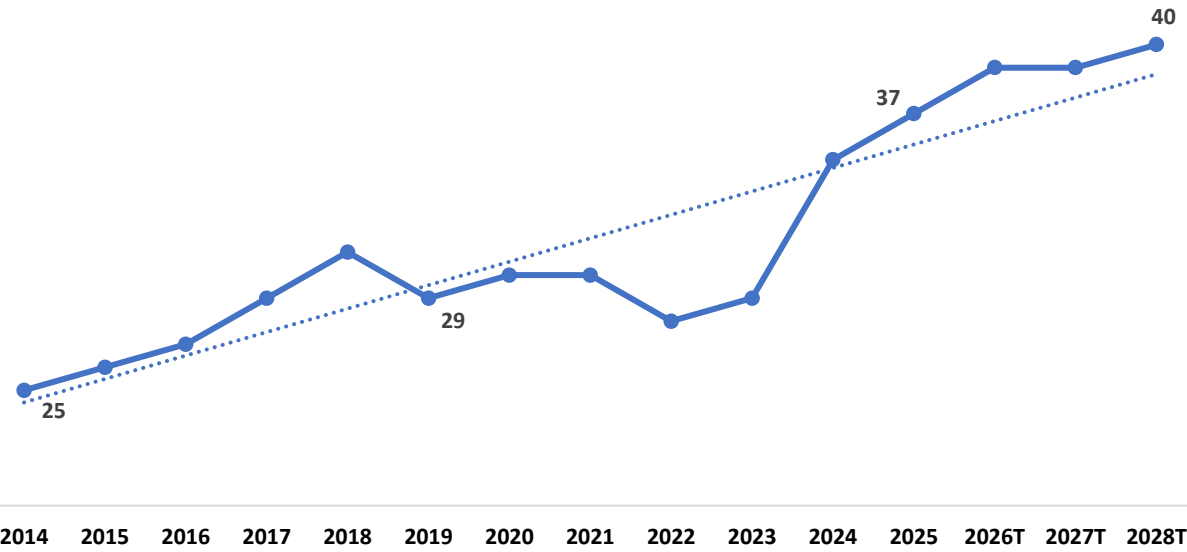
MLP Sağlık, 1993 yılında kurulmuş ve 2018 yılında halka arz edilmiş, özel sağlık hizmetleri alanında faaliyet gösteren lider özel hastane gruplarından biridir. Şirket, Medical Park ve Liv Hospital markaları altında, 34'ü Türkiye'de ve 3'ü yurt dışında (Azerbaycan, Macaristan ve Kosova) olmak üzere toplam 37 hastane ile faaliyet göstermektedir. Yurt içinde hastanelerin 27'si Medical Park markası altında orta-üst segmente, 7'si ise Liv Hospital markası altında premium segmente hizmet vermektedir. Yaklaşık 7.200 yatak kapasitesi ve yıllık 5-6 milyon civarındaki hasta/ziyaretçi sayısı, şirketin güçlü hizmet erişimini, gelir üretme kapasitesini ve sektördeki rekabetçi konumunu desteklemektedir.

Liv Hospital, 2013 yılında hayata geçirilen ve premium segmente hitap eden bir markadır. Bu marka ağırlıklı olarak özel sağlık sigortalı ve özel hizmet talep eden hastaları hedeflemektedir. Medical Park ise SGK sigortalı ve tamamlayıcı sağlık sigortalı hasta kitlesine odaklanmakta ve orta-üst segmente hizmet vermektedir. Bu sayede şirket, geniş bir hasta kitlesine ulaşmaktadır.

Büyüyen hastane portföyü ve tarife artışları reel büyümeyi destekliyor.

2020 yılı öncesinde 29 hastaneye sahip olan MLP Sağlık'ın toplam hastane sayısı, 2025 yılında yeni açılışlar ve devralmalarla birlikte 37'ye ulaştı. Şirket 5 yıllık bir büyüme planı doğrultusunda ilerlemektedir. Yeni düzenlemeler lisans alımını zorlaştırırken, sektör de önemli bir dönüşüm sürecinden geçmektedir. MLP Sağlık, bu süreçte büyüme hedeflerini öne çekerek 2025 yılında gruba Medical Park İstanbul Onkoloji Hastanesi (75 yatak), Medical Park TEM Hastanesi (157 yatak), İstinye Üniversitesi Gaziosmanpaşa Hastanesi (400 yatak) ve İstinye Üniversitesi Liv Hastanesi Topkapı (300 yatak) olmak üzere toplam 4 hastane ekledi.

MLP Sağlık Toplam Hastane Sayısı



Kaynak: Şirket Verileri, Fiba Yatırım Araştırma

Şirket, 5 yıllık planlamasının önemli bir kısmını öne çekerek hastane sayısını 37'ye çıkardı. Şirket, 2026 yılında Bursa'da 200-250 yataklı ve Çanakkale'de 150 yataklı olmak üzere iki yeni hastane açmayı planlamaktadır. Bu doğrultuda, hastane sayısının 2026 yılında 39'a ulaşmasını bekliyoruz. Öte yandan, şirketin hastane satın alma potansiyeli varsayımlarımız açısından yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Şirket, 5 yıllık plan çerçevesinde her yıl 200-250 yataklı 1 veya 2 yeni hastane açmayı planlamaktadır. 2014 yılında 25 hastanesi bulunan grubun, tahminlerimize göre 2028 yılında 40 hastaneye ulaşmasını bekliyoruz.

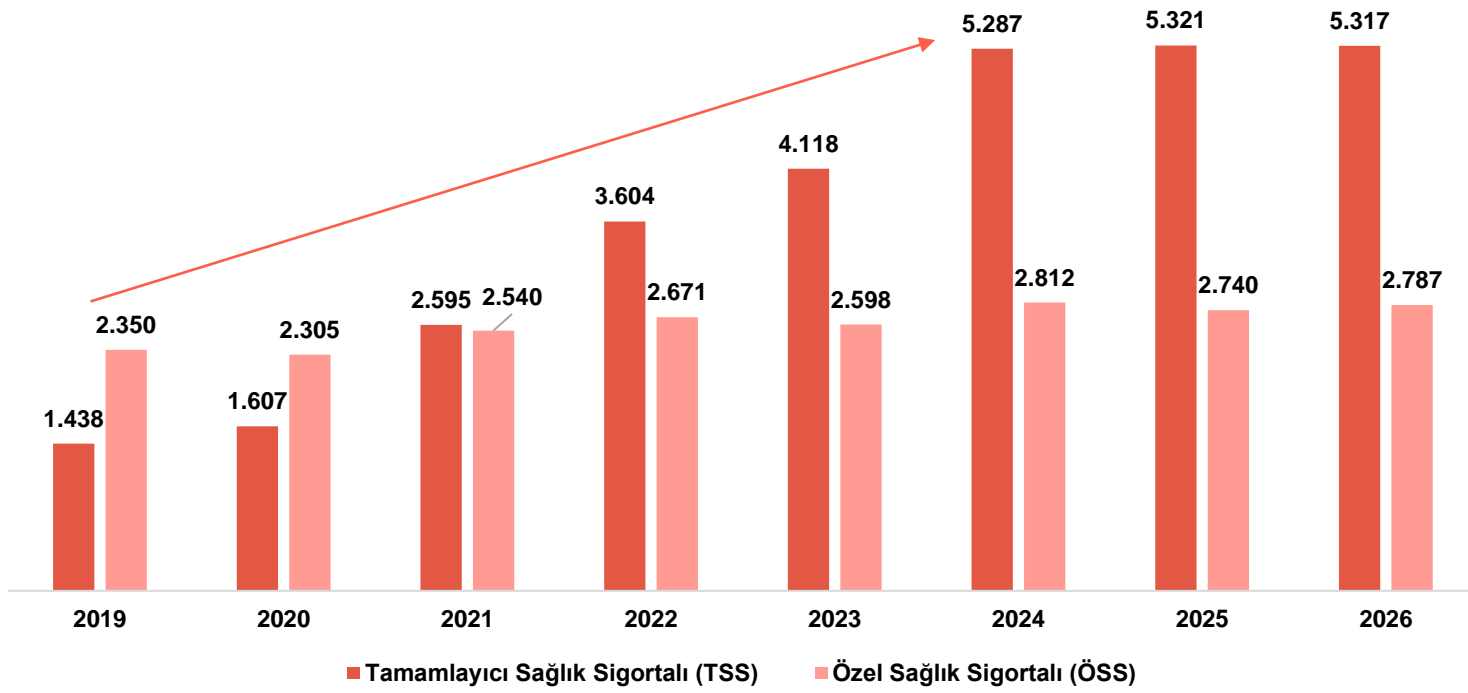
Özel hastane pazarı oldukça parçalı ve konsolidasyona açık.

2025 yılı verilerine göre toplam 552 özel hastane bulunmaktadır. Bu hastanelerin %18'i, ilk 5 büyük özel grubun yönetimindeki hastanelerden oluşmaktadır. Pastanın kalan %82'lik kısmı ise dağınık yapıdadır. Yeni düzenlemelerle birlikte sağlık sisteminde artan sıkılaşma, bu dağınık yapıda konsolidasyon potansiyelini beraberinde getirmektedir. Pazarda yaşanabilecek olası satın alma ve birleşmeler büyümeyi destekleyebilir. Dolayısıyla şirketin yalnızca organik değil, inorganik büyüme potansiyeli de bulunmaktadır. Sektördeki bu görünüm, MLP Sağlık açısından orta-uzun vadede inorganik büyüme fırsatlarını destekleyen önemli bir unsur olarak öne çıkabilir.

COVID-19 sonrası Tamamlayıcı Sağlık Sigortalı (TSS) sayısı %270 arttı.

COVID-19 sonrası Tamamlayıcı Sağlık Sigortalı (TSS) sayısı %270 arttı. COVID-19 sonrasında Özel Sağlık Sigortası (ÖSS) ve Tamamlayıcı Sağlık Sigortası (TSS) ürünlerine olan talep arttı. Özellikle bu süreçte büyük şirketler, çalışanlarına yan hak olarak sağlık sigortası paketleri sunmaya başladı. Özel hastaneler açısından tamamlayıcı sağlık sigortası, hasta erişimini artıran önemli bir unsur olarak öne çıkmaktadır. Bu talep artışı etkisiyle daha fazla kişi özel sağlık kuruluşlarından hizmet alabilir hale geldi.

TSS ve ÖSS Gelişimi - bin kişi (2019-2026)



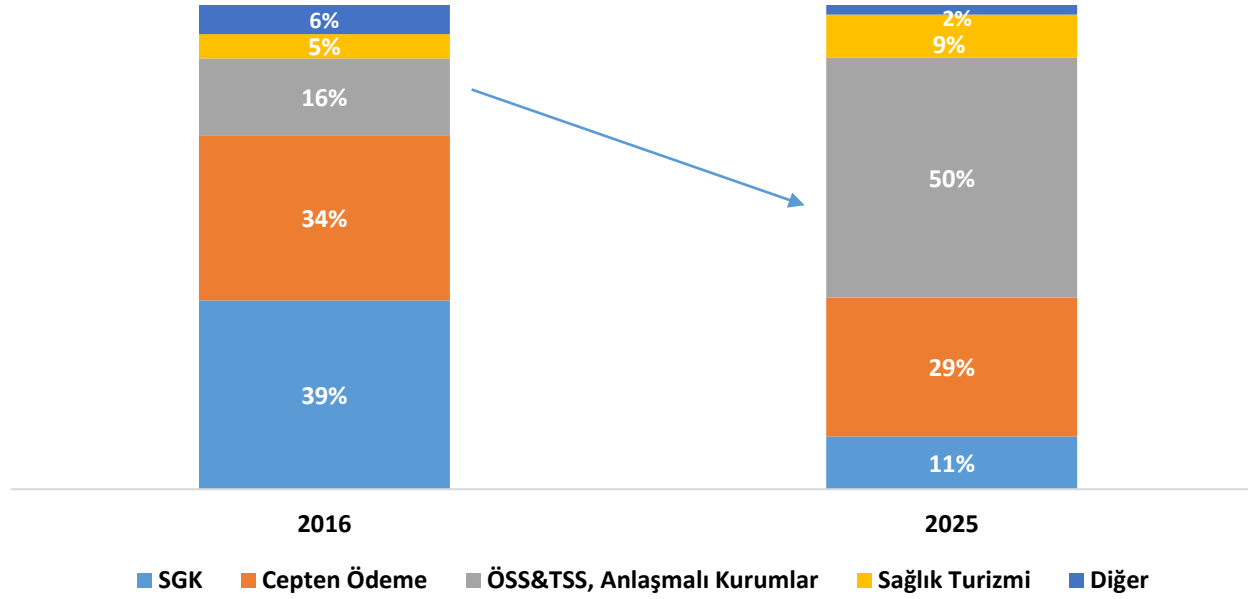
Kaynak: Türkiye Sigorta Birliği, Fiba Yatırım Araştırma

Tamamlayıcı Sağlık Sigortası (TSS), daha erişilebilir ve uygun maliyetli yapısı sayesinde, SGK'lı bireylerin COVID-19 sonrasında özel sağlık hizmeti alma talebinin arttığı bir sigorta türü haline geldi. Bu gelişme, şirketlerin çalışanlarına TSS'yi yan hak olarak sunmasının da etkisiyle güçlü bir büyüme kaydetti. COVID-19 öncesinde 1,4 milyon kişi seviyesinde olan TSS'li sayısı, 2024 itibarıyla 5 milyonu aştı. Böylece son 5 yıllık dönemde %270 büyüme kaydedildi. Özel Sağlık Sigortası (ÖSS) ise daha kapsamlı bir sigorta türü olması nedeniyle COVID-19 öncesine göre %20 büyüme gösterse de, TSS'ye kıyasla daha yatay bir seyir izledi. Toplamda bakıldığında TSS ve ÖSS sahibi kişi sayısı 8 milyonu aşmaktadır. Bu güçlü büyüme, özel sağlık sektörü açısından önemli bir katalizör olmuştur. Nüfusa oranla bakıldığında bu oran %10'un altında kalırken, OECD ortalamalarının altında olması büyüme açısından halen önemli bir alan bulunduğu işaret etmektedir. Bu görünüm, özel sağlık sektörünü desteklemeye devam edebilir. Son 5 yıllık dönemde 45-64 ve 65+ yaş grubunun nüfus içindeki payının artması ve nüfusun sınırlı da olsa yaşlanması da sağlık hizmetlerine olan talebi artırma potansiyeli bulunuyor.

TSS ve ÖSS büyümesi gelir dağılımı nedeniyle şirketi destekliyor

Şirketin gelir kompozisyonu son yıllarda belirgin biçimde çeşitlenmiş; SGK kaynaklı gelirlerin toplam içindeki payı azalırken, ÖSS, TSS ve anlaşmalı kurumların payı belirgin artmıştır. Bir önceki bölümde belirttiğimiz üzere, TSS tarafında görülen büyüme MLP Sağlık açısından destekleyicidir. 2016 yılında gelirlerin %39'u SGK kaynaklı iken, bu oran 2025 itibarıyla %11'e gerilemiş; buna karşılık ÖSS, TSS ve anlaşmalı kurumların payı %16'dan %50'ye yükselmiştir. Genel görünüm, 2016 yılına kıyasla şirketin gelir tabanının daha dengeli, daha çeşitlendirilmiş ve çok kanallı bir yapıya evrildiğine işaret etmektedir.

MLP Sağlık Gelir Dağılımı

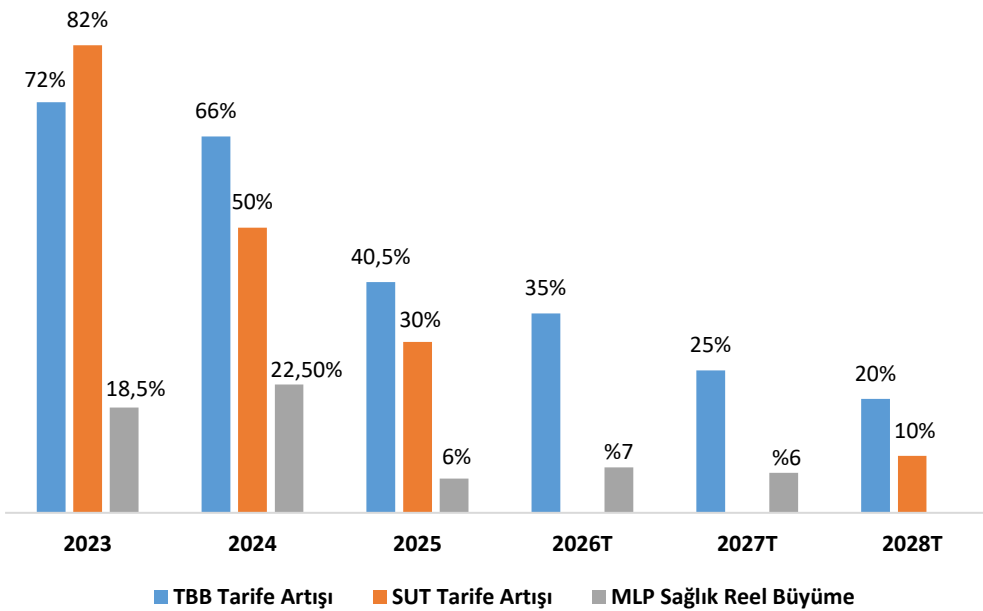


Kaynak: Şirket Verileri, Fiba Yatırım Araştırma

Yabancı Sağlık Turizmi Daralıyor, Şirketin Odağı Yurt İçi

Yabancı sağlık turizmi, Türkiye'de COVID-19 sonrasında güçlü bir büyüme yaşadı. Şirket gelirleri içinde bu alanın payı 2016'da %5 seviyesindeyken, 2022 yılında %18'e ulaştı. Ancak Türk lirasında yaşanan reel değerlenme sonrasında, Türkiye sağlık sektörünün yüksek kaliteli hizmet sunmasına rağmen bu alanda bir miktar daralma yaşandı. Bu daralmayla birlikte söz konusu pay şirket gelirleri içinde %10'un altına geriledi. Şirketin odağını yurt içine çevirmesiyle, burada yaşanan daralmanın önemli ölçüde telafi edildiğini düşünüyoruz. Son iki yılda yaşanan daralmanın ardından yabancı sağlık turizminin konsolidasyon sürecine gireceğini ve en kötü dönemin geride kaldığını düşünüyoruz.

Tarife Artışları ve MLP Sağlık Reel Büyüme



Kaynak: Şirket Verileri, Fiba Yatırım Araştırma

Tarife Artışları Büyüme Destekledi.

2023-2024 yıllarında, yüksek enflasyon nedeniyle Türk Tabipler Birliği (TTB) Özel Hekimlik Uygulamaları katsayılarında ve Sağlık Uygulama Tebliği (SUT) fiyat listesinde yüksek oranlı artışlar yapıldı. 2025 yılında TTB toplamda %40,5 artış gerçekleştirirken, SUT tarafında Aralık ayında yaklaşık %30 fiyat artışı yapıldı. TTB, 2026 yılında ise 1 Ocak itibarıyla geçerli olmak üzere %16,5 artış gerçekleştirdi. 2026 yılının ikinci yarısında beklediğimiz ek artışla birlikte, yıl genelinde TTB toplam tarife artışının %35'e ulaşacağını öngörüyoruz. Projeksiyonlarımızda, TTB katsayı artışlarının 2027-2028 yıllarında da reel olarak devam etmesini bekliyoruz. SUT tarafında ise 2026 yılında ek artış ve 2027 yılında genel tarife artışı ihtimallerini projeksiyonlarımıza yansıtmadık. Bu taraftan gelebilecek ilave artışlar, hesaplamalarımız açısından yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.

Yeni Düzenlemelerin Sektöre Etkileri

Sağlık sektöründe önemli düzenlemeler yapıldı. Yeni bir hastane açmak artık yalnızca gerekli şartların sağlanıp ruhsat başvurusu yapılmasıyla ilerlemiyor; öncelikle Bakanlık planlamasında yer almak, ardından planlama uygunluk belgesi/lisans almak, sonrasında ön izin, ruhsat ve faaliyet izin belgesi süreçlerini tamamlamak gerekiyor. Lisanslar, her yıl ilan edilen planlama kapsamında veriliyor. Ayrıca lisansların ihale yoluyla verilecek olması ve devrinin mümkün olmaması, yeni girişleri daha da zorlaştırıyor. Yeni sistemde özel sağlık tesisi açılışına ilişkin lisans süreçleri, bölgesel ihtiyaçlar ve şehrin mevcut altyapısı analiz edilerek belirleniyor. Yeni lisans rejimi bu yapıyı daha da sıkılaştırdı. Sağlık Hizmetleri Lisans Yönetmeliği'ne göre lisans, özel sağlık kuruluşu açma yetkisi veren planlama uygunluk belgesi niteliği taşıırken, Bakanlık hangi lisansların verileceğini planlama kapsamında belirliyor ve bunu her yıl yayımlanan planlama ilan metniyle duyuruyor. Bununla birlikte, lisans verilmesi tek başına hastane açma hakkı sağlamıyor; lisans sahibi ayrıca ilgili mevzuata göre ruhsat ve faaliyet izni de almak zorunda. **Süre baskısı da arttı.** Planlama uygunluk belgesi alanların 2 yıl içinde ön izin, ön izin alanların 3 yıl içinde ruhsat, ruhsat alanların ise 6 ay içinde faaliyet izin belgesi alarak hasta kabulüne başlaması gerekiyor. Aksi halde hak veya ruhsat iptali riski bulunuyor. Dolayısıyla artık yalnızca lisans almak değil, yatırımın daha kısa ve disiplinli bir takvimle tamamlanması da gerekiyor. Bu düzenlemeler, özel sağlık sektöründe hizmet kalitesini artırırken pazara kolay girişler olmayacağını gösteriyor. Özetle, pazara giriş artık kolay değil; yeni oyuncu girişi daha kontrollü, düzenlemeye tabi ve belirli yasal standartlara bağlı hale geliyor. **Bu çerçevede mevcut lisanslı oyuncuların avantajlı konumda olduğunu ve belirli bir hizmet standardı ile öne çıktığını düşünüyoruz.**

Bir Diğer Düzenleme; Doktorların Bordroya Alınması

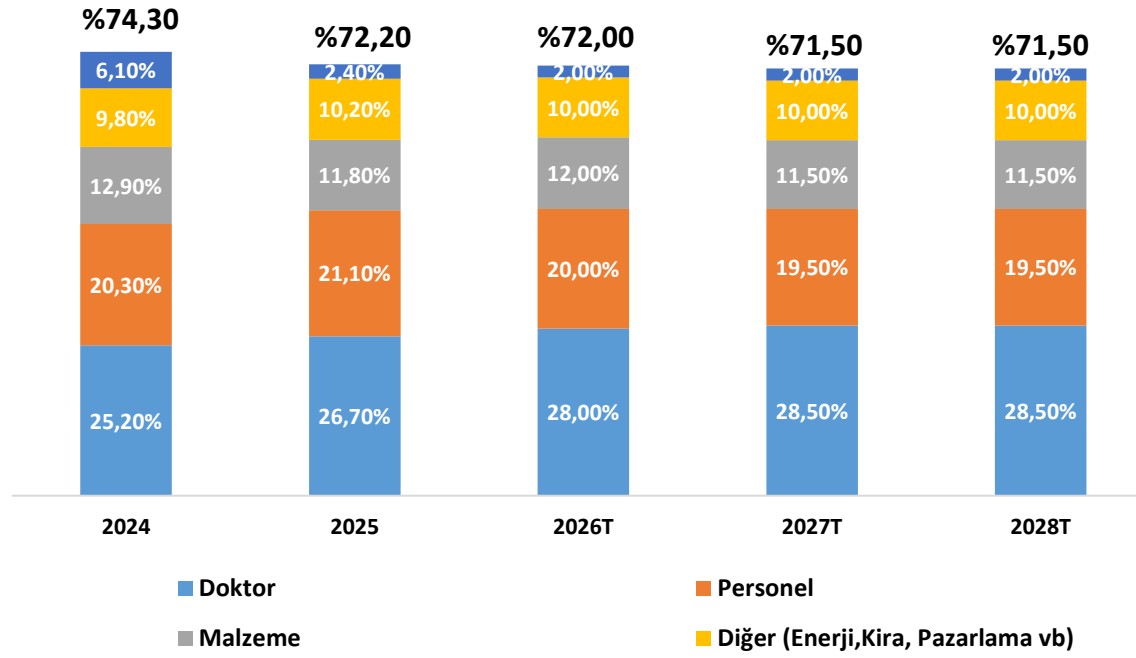
Yeni düzenlemeyle birlikte, özel hastanelerde doktorların şirket kurarak fatura kesmesi veya serbest meslek makbuzu ile çalışması uygulaması sona ererken, özel sağlık kuruluşlarında sağlık hizmetlerinin yalnızca kurum bünyesinde bordrolu hekimler tarafından sunulması amaçlanmaktadır. Bu düzenleme için özel hastanelere 1 Haziran 2026'ya kadar uyum süresi tanınmıştır. Yeni sistemde doktorlar en fazla iki özel sağlık kuruluşunda çalışabilecektir. Böylece birden fazla kurumda çalışma imkanı tamamen ortadan kalkmasa da önemli ölçüde sınırlandırılmıştır. Yılın ikinci yarısı itibarıyla tüm doktorların bordrolu çalışan olarak görünmesini bekliyoruz. Bu sürecin sektör genelinde sınırlı bir maliyet etkisi yaratacağını düşünüyoruz.

MLP Sağlık Bu Sürece Hazırlandı

MLP Sağlık, düzenlemelerin hayata geçmeye başlamasıyla birlikte doktorları kademeli olarak bordroya almaya başladı. Bu süreçte şirket, doktor giderlerinin ciroya oranındaki artışın toplam maliyetler üzerindeki etkisini sınırlamak amacıyla bazı maliyet optimizasyon adımları attı. Şirket, yurt içindeki hastanelerinin yarısından fazlasında bankosuz kiosk uygulamasını devreye aldı. Bu kiosklarla hasta randevu kayıtlarından ödeme ve yönlendirmeye kadar tüm süreç daha hızlı, temassız ve beklemez bir yapıya dönüştürüldü. Bu dönüşüm, personel maliyetleri açısından da avantaj sağladı. MLP Sağlık'ta doktor giderlerinin ciroya oranı 2025 yılında 150 baz puan artarak %26,7'ye ulaştı. Diğer kalemlerdeki maliyet optimizasyonunun etkisiyle operasyonel giderlerin ciroya oranındaki artış daha sınırlı kaldı ve toplam giderlerin ciroya oranı %74,3'ten %72,2'ye geriledi. **Doktor giderlerinin ciroya oranının 2026 yılında 130 baz puan, 2027 yılında ise 50 baz puan artarak kademeli şekilde %28,5'e yükselmesini bekliyoruz. Personel giderlerinin ise maliyet optimizasyonunun etkisiyle 2026 yılında 10 baz puan, 2027 yılında ise 50 baz puan gerilemesini bekliyoruz.**



Giderler/Ciro



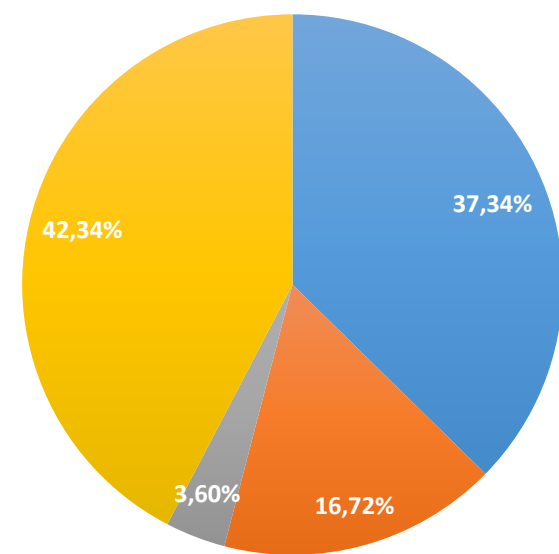
Kaynak: Şirket Verileri, Fiba Yatırım Araştırma

Etkin stok yönetimi ve hasta miksindeki değişim nedeniyle malzeme tarafında görülen iyileşme, işletme sermayesine de pozitif katkı sağladı. Yeni açılacak hastanelerin etkisiyle bu kalemin 2026 yılında 20 baz puanlık sınırlı artışla yatay seyretmesini, 2027 yılı sonrasında ise 50 baz puan gerilemesini bekliyoruz. Diğer giderlerin (enerji, kira, pazarlama vb.) toplam hasıllara oranında, yönetmelik değişikliği sonucunda şirket bünyesine dahil edilen cihazlara ait kira giderleri nedeniyle artış görülse de, 96 MW büyüklüğündeki GES yatırımlarının %65'i tamamlandı. Devreye alınan altı santral ile enerji ihtiyacının önemli bir kısmı yenilenebilir kaynaklardan karşılanmaya başlandı. Bu gelişme enerji maliyetleri üzerindeki baskıyı hafifletmektedir. Genel olarak, toplam giderlerin ciroya oranının 2026 yılında maliyet optimizasyonlarının etkisiyle 20 baz puan sınırlı gerileyerek %72 seviyesine, 2027 yılında ise 50 baz puan düşüşle uzun dönemde %71,5 seviyesine gerilemesini bekliyoruz.

TURKVEN (Lightyear) Çıkışının Gerçekleşmesi, Ortaklık Yapısına İlişkin Belirsizliği Ortadan Kaldırdı

TURKVEN (Lightyear), 2014 yılında şirkete ortak olmuştu. 2024-2025 yıllarında ortaklıktan çıkış beklentisi, yeni ortaklık yapısına ilişkin belirsizlik nedeniyle şirket üzerinde baskı unsuru oluşturmuştu. TURKVEN, çıkarılmış sermayenin %39,66'sına denk gelen 75,7 milyon adet paya sahipti. 2025 yılı Temmuz ayında TURKVEN çıkış planlamasını duyurdu. Çıkarılmış sermayenin %15,03'üne tekabül eden 28.703.174 TL nominal değerli B grubu payların satışı, hızlandırılmış talep toplama yöntemiyle %12,6 iskonto uygulanarak pay başına 335 TL'den gerçekleşti. %10,6'lık kısım ise mevcut ortak ve YKB Muharrem Usta kontrolündeki FOM Grup tarafından yine 335 TL fiyatla satın alındı. Kalan paylar için ise TURKVEN (Lightyear) mülkiyetinde kalacak A grubu MPARK paylarının, 30.09.2026 tarihine kadar Muharrem Usta veya Muharrem Usta kontrolündeki FOM Grup Mimarlık İnşaat ve Ticaret A.Ş. tarafından satın alınması konusunda taraflar anlaşmaya vardı. FOM Grup, Ekim 2025'te Adem Elbaşı yönetimindeki 1,2 milyon adet payı devralarak ortaklık payını %11,24'e yükseltti. 2026 yıl sonu itibarıyla ortaklık yapısının Usta Ailesi %37,3, Sancak İnşaat %16,7 ve Elbaşı Ailesi %3,6 olacak şekilde oluşmasını bekliyoruz. Genel görünümde ortaklık yapısının sadeleştiğini ve belirsizliğin azaldığını düşünüyoruz. **Bu belirsizliğin ortadan kalkmasıyla, hisse ve değer arasındaki iskontoya neden olan risklerin kademeli olarak azalmasını bekliyoruz.**

2026T Yeni Ortaklık Yapısı



■ F.O.M Grup (Muharrem Usta) & Usta Ailesi
 ■ Sancak İnşaat Turizm
 ■ Elbaşı Ailesi
 ■ Halka Açık

Kaynak: Şirket Verileri, Fiba Yatırım Araştırma

Değerleme: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

MLP Sağlık değerlememizi, TL bazlı İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemiyle gerçekleştirdik. Değerlememize göre MLP Sağlık için 12 aylık hedef fiyatımızı pay başına **728,50 TL** olarak belirliyoruz.

İNA modelimizde, TFRS 16 kapsamındaki kira faiz giderlerini ekleyerek düzeltilmiş FAVÖK marjını kullandık. Değerlememiz, 10 yıllık (2026-2035) projeksiyon döneminden oluşmaktadır. Sonsuz büyüme oranını (terminal büyüme) %12 olarak belirledik. Terminal büyüme oranını, uzun dönem ortalama olarak hesapladığımız %10 seviyesinin üzerinde belirlememizin başlıca nedenleri; hastane işletmeciliğinin birçok sektöre kıyasla daha düşük döngüsellik göstermesi, sağlık hizmetlerine yönelik talebin demografik eğilimler nedeniyle daha görünür olması ve Türkiye’de sağlık hizmetlerine erişimin yüksek seviyede seyretmesidir. Ayrıca, kaynak göstergelerinin OECD ortalamasının altında olması, kaliteli ve ölçekli özel sağlık hizmeti sunucuları açısından orta-uzun vadede hacim büyümesini destekleyen bir unsur olarak değerlendirilmektedir. Buna bağlı olarak, uzun dönemde sınırlı bir prim öngörerek %12 büyüme varsaydık. Buna karşılık, iskonto oranında şirketin sermaye yapısını yansıtan 1,23x kaldıraçlı beta esas alınarak değerlendirme ihtiyatlı bir çerçevede tutuldu.

Tüm dönemler için hisse risk primini %5,5, hisse beta katsayısını 0,70x ve kaldıraçlı betayı 1,23x olarak değerlemelerimize yansıttık. Risksiz faiz oranını (Türkiye 10 yıllık tahvil getirisi) 2026 yılı için %30, 2027 yılı için ise %28 olarak belirlerken, uzun dönemde enflasyon beklentilerindeki iyileşmeye ve buna paralel olarak daha düşük faiz oranlarına bağlı şekilde kademeli olarak %17 seviyesine düşürdük. Borçlanma maliyetini ise tüm dönemler için risksiz getiri oranına 2 puan ekleyerek hesapladık.

Bu hesaplamalar doğrultusunda; özsermaye maliyetini (AOSM) 2026 yılı için %30,4, 2027 yılı için %28,6 ve 2028 yılı için %26,0 olarak hesapladık. 2026-2035 dönemi için ortalama AOSM’yi (WACC) ise %22,9 olarak hesaplıyoruz.

Sonsuz değer, toplam değerlemenin %63’ünü oluşturmaktadır. **Özetle, değerlememiz 12 ay ileri 139,1 milyar TL özsermaye değerine işaret etmektedir. Hesaplanan özsermaye değeri, 12 aylık pay başına 728,50 TL’ye denk gelmektedir. Bu hedef fiyat, son kapanış fiyatına göre (474,00 TL) %54 getiri potansiyeline işaret etmektedir.**

Değerleme: İndirgenmiş Nakit Akımları Modeli (TL mn)

İNA - TL mn	2025A	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T
Net Satışlar	55.093	74.376	94.457	115.237	138.285	163.176	190.100	218.615	249.222	281.620	316.823
<i>Büyüme %</i>		35,0%	27,0%	22,0%	20,0%	18,0%	16,5%	15,0%	14,0%	13,0%	12,5%
FVÖK	10.738	14.466	17.580	21.259	25.215	29.412	33.750	38.556	43.485	49.251	55.112
<i>Marj %</i>	19,5%	19,4%	18,6%	18,4%	18,2%	18,0%	17,8%	17,6%	17,4%	17,5%	17,4%
Amortisman&İtfa	4.590	6.322	8.501	10.371	12.446	14.686	17.109	19.675	22.430	25.346	28.514
<i>Satışlara Oranı %</i>	8,3%	8,5%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
FAVÖK	15.328	20.788	26.081	31.630	37.661	44.098	50.859	58.231	65.915	74.597	83.626
<i>Marj %</i>	27,8%	27,9%	27,6%	27,4%	27,2%	27,0%	26,8%	26,6%	26,4%	26,5%	26,4%
Düzeltilmiş FAVÖK (TFRS16 Kira Faiz Giderleri)	13.590	18.520	23.331	28.233	33.603	39.489	45.624	52.030	58.816	66.181	74.137
<i>Düzeltilmiş FAVÖK Marj %</i>	24,7%	24,9%	24,7%	24,5%	24,3%	24,2%	24,0%	23,8%	23,6%	23,5%	23,4%
<i>Vergi Oranı</i>		25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
(-)Vergi	2.789	3.542	4.609	6.223	7.751	9.030	10.384	11.838	13.377	15.049	
(-)İşletme Sermayesi Değişim	802	685	593	691	622	673	713	765	810	880	
(-)Yatırım Harcamaları	8.256	9.932	10.120	11.690	13.850	15.850	17.550	19.853	22.436	25.333	
<i>Satışlara Oranı %</i>	11,1%	10,5%	8,8%	8,5%	8,5%	8,3%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
Serbest Nakit Akışı (FCF)	6.672	9.172	12.910	14.999	17.266	20.071	23.383	26.360	29.558	32.874	
<i>Satışlara Oranı %</i>	9,0%	9,7%	11,2%	10,8%	10,6%	10,6%	10,7%	10,6%	10,5%	10,4%	
<i>İskonto Oranı</i>	1,30	1,68	2,11	2,63	3,19	3,86	4,62	5,54	6,59	7,84	
İndirgenmiş Nakit Akışları	5.117	5.469	6.110	5.713	5.407	5.206	5.060	4.758	4.484	4.191	
		2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T
Risksiz Faiz Oranı		30,0%	28,0%	25,0%	23,0%	20,0%	19,0%	18,0%	18,0%	17,0%	17,0%
Hisse Senedi Risk Primi		5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta (x)		0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
Kaldıraçlı Beta (x)		1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23
Özsermaye Maliyeti		36,7%	34,7%	31,7%	29,7%	26,7%	25,7%	24,7%	24,7%	23,7%	23,7%
Borç		50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Özsermaye		50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Vergi		25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Borçlanma Maliyeti		32,0%	30,0%	27,0%	25,0%	22,0%	21,0%	20,0%	20,0%	19,0%	19,0%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC)		30,4%	28,6%	26,0%	24,2%	21,6%	20,7%	19,9%	19,9%	19,0%	19,0%

2026-2035T İndirgenmiş Nakit Akışları	51.514
Sonsuz Büyüme Oranı	12%
Sonsuz Değerin Net Bugünkü Değeri	67.117
Net Borç (-)	11.958
Özsermaye Değeri	106.674
12 Ay ileri Hedef Özsermaye Değeri	139.103
Hedef Fiyat (TL/Hisse Fiyatı)	728,50
Cari Hisse Fiyatı TL	474,00
Getiri Potansiyeli	54%



Temel Beklentilerimiz ve Projeksiyonlarımız

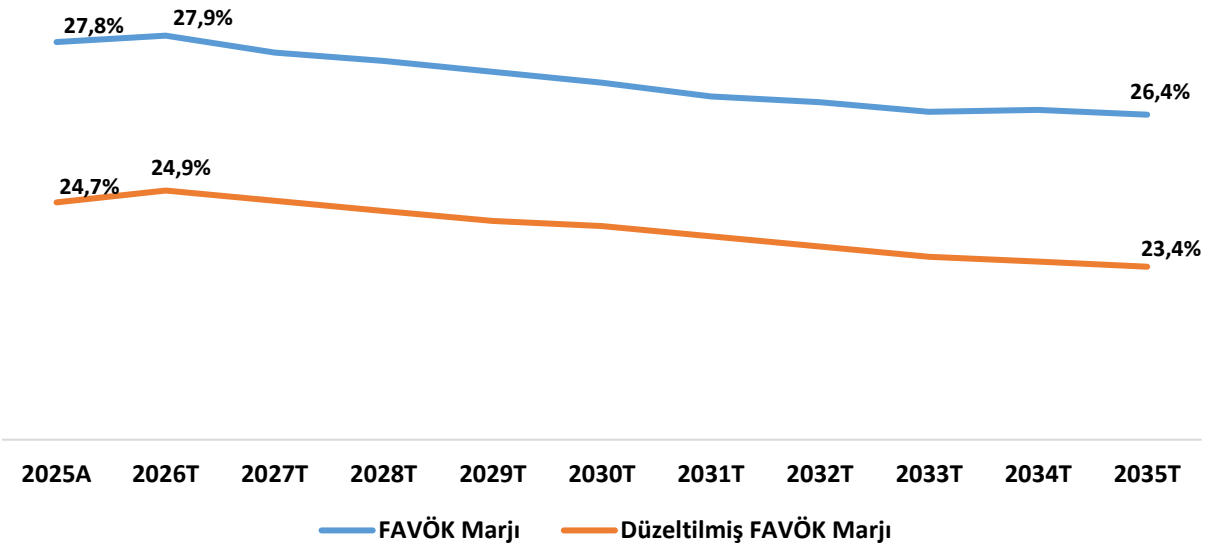
Yeni hastanelerin potansiyel katkısıyla kapasitede büyüme ve hasta sayısında %3,1 artış bekliyoruz.

MLP Sağlık'ın yurt içi hasta sayısı (yatan ve ayakta tedavi), 2025 yılında yıllık bazda %2,5 büyüdü. 2026 yılında, SUT zammının etkisiyle SGK'lı hastaların pozitif katkısı ve yeni hastanelerin sağlayacağı ek destekle hasta sayısında yıllık bazda %3,1 büyüme bekliyoruz. 2027 yılı sonrasında ise büyümenin %2,5 civarında dengelenmesini öngörüyoruz. 2026 yılında iki yeni hastanenin toplam 500 yatak kapasitesi eklemesiyle yatak sayısının 7.700'e ulaşmasını bekliyoruz. 2027 yılında ise bir yeni hastane ekleneceği varsayımıyla kapasitenin 7.950 yatağa ulaşmasını bekliyoruz.

2026 Yılında %7 Reel Büyüme Bekliyoruz

Şirket, 2025 yılında %6 reel büyüme kaydetti. 2026 yılında tarife artışları ve yeni hastanelerin katkısıyla reel büyümenin sınırlı şekilde hızlanarak %7 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. 2027 yılında ise %6 reel büyüme öngörüyoruz. Uzun dönemde reel büyümenin kademeli olarak %3-4 bandında normalize olmasını bekliyoruz. 2026 tahminlerimizde, 2025 yıl sonunda yapılan %30 SUT zammını ve TTB'ye ilişkin ek zam beklentimizle birlikte toplam %35 tarife artışı varsaydık. 2027 yılı için ise SUT tarafında tarife artışı öngörmezken, TTB zam oranının %25 olarak gerçekleşeceğini projeksiyonlarımıza dahil ettik.

FAVÖK Marjı



Kaynak: Şirket Verileri, Fiba Yatırım Araştırma

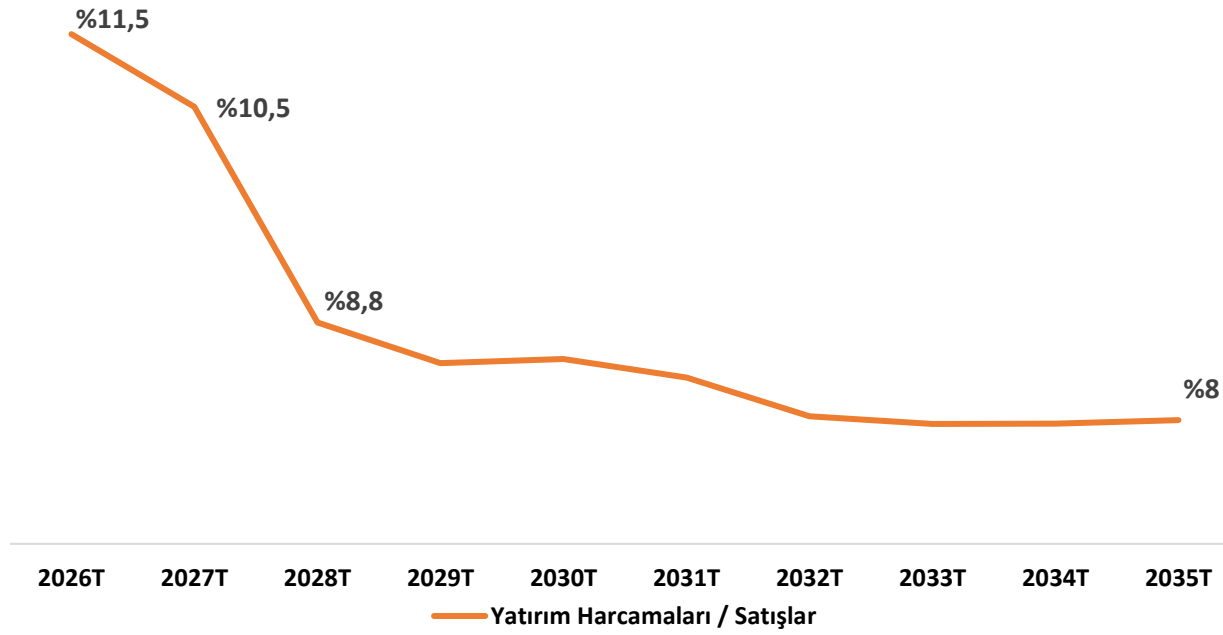
FAVÖK Marjı Tahminlerimiz

Şirket, 2025 yılında FAVÖK marjını 212 baz puan artırarak %27,8 seviyesinde rekor marj açıkladı. Yeni düzenlemelerin etkilerini şirketin kısa vadede maliyet optimizasyonlarıyla telafi ederek, FAVÖK marjını 2026 yılında da 2025 yılına paralel şekilde %27,9 seviyesinde sürdürmesini bekliyoruz. 2027 yılında %27,7 FAVÖK marjı öngörürken, uzun dönemde marjların kademeli olarak %26,4 seviyesine normalize olmasını bekliyoruz.

Yatırım Harcamaları Beklentilerimiz

Şirketin 2025 yılında öne çekilen yatırım planlamalarının etkisiyle yatırım harcamalarının ciroya oranı %20,5 seviyesine yükseldi. Bu oran, 2023-2024 yıllarında %8-9 bandında gerçekleşmişti. 2026 yılında yeni açılacak hastanelerin etkisiyle yatırım harcamaları/ciro oranının tarihsel ortalamaların üzerinde, ancak 2025 yılına göre daha düşük bir seviye olan %11,5 düzeyinde gerçekleşmesini bekliyoruz. 2027 yılında yatırım harcamalarında kademeli normalleşmeyle bu oranın %10,5 seviyesine, uzun dönemde ise %8 seviyelerine gerilemesini öngörüyoruz.

Yatırım Harcamaları / Satışlar

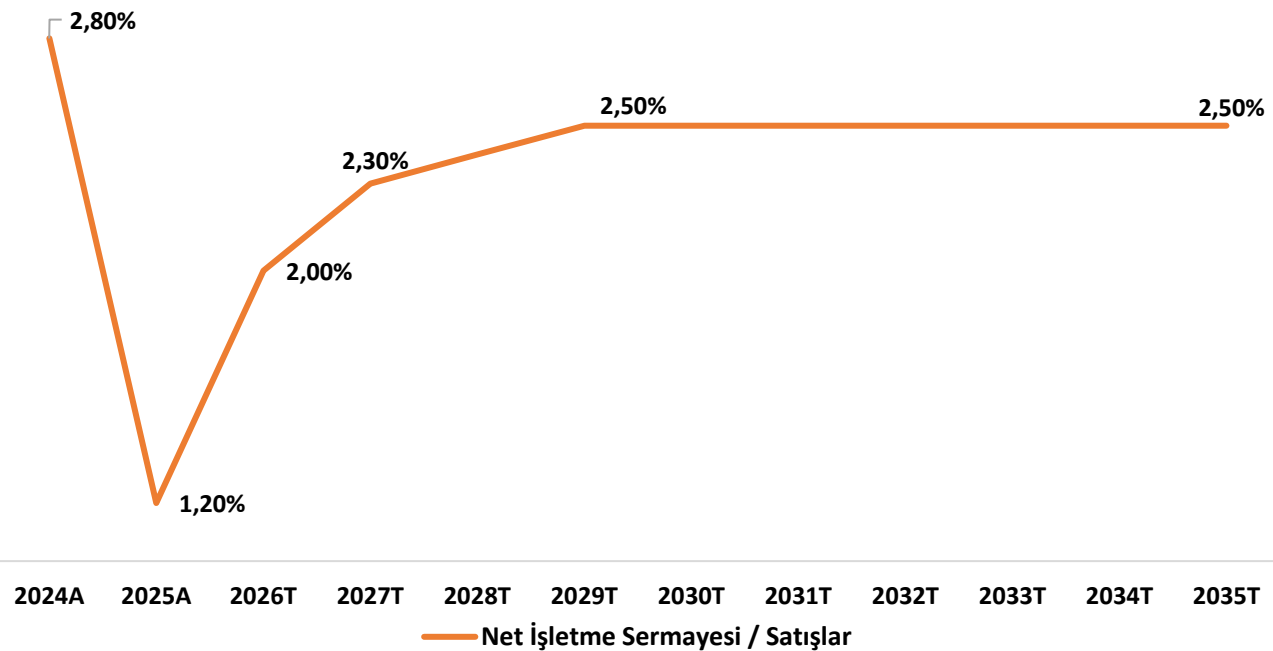


Kaynak: Şirket Verileri, Fiba Yatırım Araştırma

Net İşletme Sermayesine İlişkin Varsayımlarımız

Şirketin 2025 yılında işletme sermayesi/satışlar oranı, etkin stok yönetimi ve ticari borç ödeme süresinin uzaması sayesinde %2,8'den %1,2 seviyesine geriledi. 2026 yılında yeni hastanelerin stok tarafındaki negatif etkisinin net işletme sermayesine 70 baz puan olumsuz yansımaları ile %2 seviyesine yükselmesini bekliyoruz. 2027 yılında %2,3'e, uzun dönemde ise %2,5 seviyelerine doğru yükselmesini öngörüyoruz.

Net İşletme Sermayesi / Satışlar

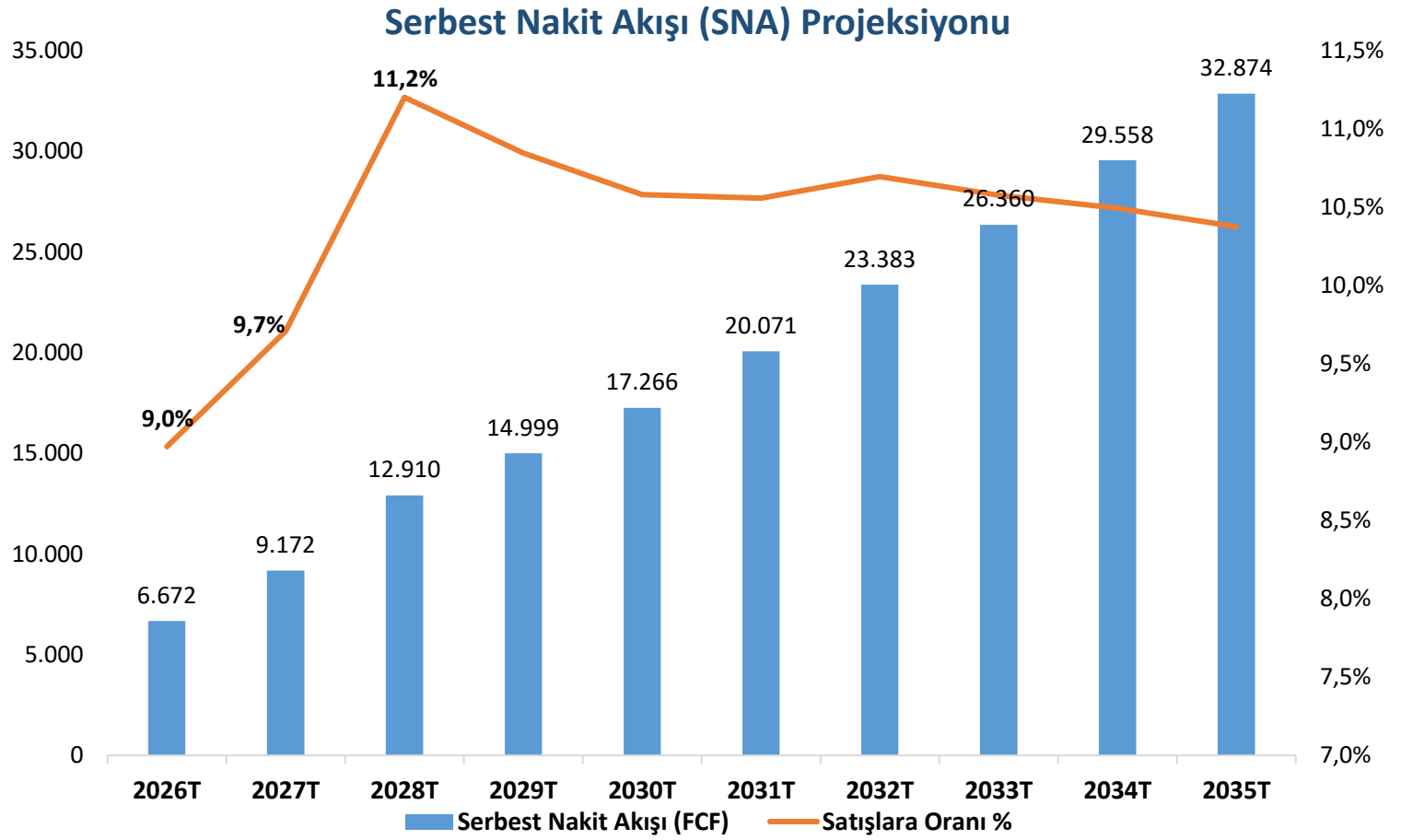


Kaynak: Şirket Verileri, Fiba Yatırım Araştırma



Serbest Nakit Akışı Projeksiyonlarımız

Şirket, 4Ç25'te işletme sermayesindeki iyileşmenin etkisiyle nakit akışında negatif bölgeden çıkış yapsa da 2025 yılını sıfıra yakın noktada tamamladı. 2026 yılında güçlü FAVÖK marjının korunması ve yatırım harcamalarındaki azalmanın etkisiyle %9 serbest nakit akışı marjı bekliyoruz. **Şirketin 2028 yılı sonrası uzun dönemde düşük çift haneli serbest nakit akışı marjı yaratmasını ve korumasını bekliyoruz.**



Kaynak: Şirket Verileri, Fiba Yatırım Araştırma

Katalistler

- I. SUT ve TTB tarife artışlarının büyümeyi desteklemesi
- II. Hasta trafiğindeki artış
- III. Yeni yatırımlar ve artan hastane sayısı
- IV. Verimlilik artışı
- V. Ortaklık yapısına ilişkin belirsizliğin geride kalması
- VI. Yatırım harcamalarında normalleşme ve pozitif nakit akışına dönüş

Riskler

- I. TTB ve SUT tarife artışlarının beklentilerimizin altında gerçekleşmesi.
- II. Hasta trafiğinde daralma yaşanması
- III. Şirketin yatırım planlamalarında değişiklikler yaşanması
- IV. Hastane yatırımlarının beklentilerimizin üzerinde uzaması



Uyarı Notu

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan bilgiler Fiba Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorumda ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının al/sat/tut önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Tüm veriler, Fiba Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan veya zararlardan Fiba Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve/veya Fiba Yatırım Menkul Değerler A.Ş. çalışanları sorumlu değildir.

FİBA YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Astoria No:127A İç Kapı No:33

Şişli/İstanbul, Türkiye

444 30 60

www.fibayatirim.com.tr

arastirma@fibayatirim.com.tr

