

MLP Sağlık

Sağlıklı Büyüme, Güçlü Nabız

- Destekleyici fiyatlama ve hacim görünümündeki iyileşmenin etkisiyle MLP Sağlık için hedef fiyatımızı TL636'dan TL705'e yükseltiyor, %65 yükseliş potansiyeli ile AL tavsiyemizi koruyoruz.** Olumlu görüşümüz; (1) 2026 yılında ortalama tedavi fiyatlarında yaklaşık %2,5, 2027 yılında ise yaklaşık %3,0 reel büyüme sağlayacağını öngördüğümüz destekleyici tarife dinamiklerine, (2) SGK hasta hacimlerindeki toparlanma, sigortalı hasta sayısındaki ılımlı toparlanma ve devam eden ağ genişlemesinin desteklediği hasta hacmi büyümesi görünümüne, (3) doktorların bordrolu çalışma modeline geçişinden kaynaklanan maliyetler ve sektör genelindeki maliyet baskılarına rağmen, FAVÖK marjlarının %27–28 bandında yapısal olarak güçlü kalmasını desteklemesini beklediğimiz, SGK'dan özel ve tamamlayıcı sağlık sigortalı hastalara doğru devam eden hasta karması dönüşümüne ve (4) Haziran 2026 itibarıyla 36 hastaneden oluşan ağına 2030 yılına kadar 42 hastane/operasyona ulaşacağını öngördüğümüz ve orta vadeli hacim büyümesi varsayımlarımızı destekleyen ağ genişlemesine dayanmaktadır. Yönetimin daha yüksek orta vadeli büyüme hedefinin başarıyla hayata geçirilmesi halinde ise ilave yukarı yönlü potansiyel oluşabileceğini düşünüyoruz. Tahminlerimize göre hisse, 2026T 5,3x FD/FAVÖK ve 11,9x F/K çarpanlarıyla işlem görmekte olup, bu seviyeler küresel benzer şirketlere kıyasla sırasıyla %57 ve %39 iskontoya işaret etmektedir.
- Tarife güncellemeleri fiyat büyümesini desteklemeye devam ediyor:** 2026 yılında, yıl sonu enflasyonunun yaklaşık %29 seviyesinde gerçekleşeceğini varsayarken, yaklaşık %30'luk SUT artışı ve kümülatif yaklaşık %33'lük TTB güncellemelerinin desteğiyle ortalama tedavi fiyatlarında yaklaşık %2,5 reel artış öngörüyoruz. Fiyatlama ortamının 2028 yılına kadar destekleyici kalacağını, SUT ve TTB tarife güncellemelerinin bu dönemde enflasyonun bir miktar üzerinde gerçekleşmeye devam edeceğini düşünüyoruz. 2028 sonrasında ise tarife güncellemelerinin kademeli olarak enflasyona yakınsayacağını ve fiyatlama ortamının daha normal bir görünüme döneceğini varsayıyoruz.
- Hasta hacmi büyümesini tarife güncellemeleri, sigortalı hasta trafiği ve ağ genişlemesi destekliyor:** Hasta hacmi büyümesinin üç temel unsur tarafından destekleneceğini düşünüyoruz: (i) Ocak 2026'da gerçekleştirilen SUT güncellemesinin ardından, 2025 yılındaki zayıf bazın da etkisiyle SGK hasta hacimlerinde toparlanma bekliyoruz. (ii) Tamamlayıcı ve özel sağlık sigortası tarafında sigortalı kişi sayısı, pandemi sonrası hızlı büyüme döneminin ardından 2024–2025 yıllarında daha yavaş bir seyir izlemiş, 2026 yılının ilk aylarında ise sınırlı bir toparlanma göstermiştir. Yüksek sağlık enflasyonu ve artan primler kısa vadede güçlü bir ivmeyi sınırlayabilecek olsa da, sigortalı hasta tabanındaki ılımlı büyümenin özel hastane talebini desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz. (iii) 2025 yılında eklenen tesislerin tam yıl katkısı ile 2026 senesinde faaliyete başlayacak Bursa ve Çanakkale hastanelerinin devreye girmesi büyümeyi destekleyecektir. 2027–2030 döneminde her yıl net bir hastane ilavesi varsayarak toplam hastane sayısının 2030 itibarıyla 42'ye ulaşacağını öngörüyoruz.
- Hasta karmasındaki yapısal dönüşüm güçlü FAVÖK marjlarını destekliyor:** SGK'nın hasılat içerisindeki payı 2018 yılındaki %29 seviyesinden 2025 yılında yaklaşık %11'e gerilerken, özel sigortalı ve anlaşmalı kurumsal hastaların payı yaklaşık %50'ye yükselmiştir. Bu dönüşümün yanı sıra, belirli dış kaynaklı hizmetlerin şirket bünyesine alınması, stok yönetimindeki iyileşmeler ve dijitalleşme uygulamaları gibi devam eden operasyonel verimlilik girişimleri de marjları desteklemektedir. Bu çerçevede, FAVÖK marjının 2025 yılındaki %27,8 seviyesinden 2026 yılında %28,2'ye yükselmesini ve 2027 yılında %27,8 seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz. Doktorların bordrolu çalışma modeline geçişinden kaynaklanan maliyetler ve yeni açılan hastanelerin olgunlaşma sürecinin 2027 yılından itibaren kârlılık üzerinde bir miktar baskı yaratmasını beklemekle birlikte, bu etkilerin daha olumlu hasta karması ve devam eden verimlilik kazanımlarıyla büyük ölçüde dengeleneceğini düşünüyoruz.

Tavsiye:

AL

Korundu

Hedef Fiyat:

TL 705 (önceki: TL 636)

Hisse tavsiyeleri BIST-100 endeksine göre relatif getiriye göre belirlenmiştir. Hedef fiyat 12 aylık dönem için geçerlidir. UNLU&Co'nun ürünüdür.

Hisse verileri

Hisse kodu	MPARK.IS
Sektör	Sağlık Sektörü
Fiyat	TL 426.25
Piyasa değeri (TLm)	81.419
Şirket değeri (TLm)	96.532
Piyasa değeri (USDm)	1.761
Şirket değeri (USDm)	2.088
Günlük ortalama işlem değeri (USDm)	6.98
Halka açıklık (%)	42

BIST 100'e göre fiyat



BIST 100'e göre geçmiş performans (%)

Performans	1A	3A	12A
Mutlak (%)	-12.2	-1.6	30.4
Endekse göre (%)	-12.5	-9.8	-15.6

Kaynak: Rasyonet, UNLU & Co

Görelle fiyat grafiği 17 Haziran 2026 tarihinde 14,421 seviyesinde kapanan BIST 100 endeksine karşı performansı ölçer.

Araştırma Analisti:

Esra Demiroğlu
esra.demiroglu@unluco.com

Değerleme çarpanları	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E
F/K (x)	8.8	11.0	11.9	10.2	8.9	8.0
FD/FAVÖK(x)	6.7	5.8	5.3	5.1	4.8	4.4
FD/satış (x)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
Temettü verimi (%)	0.0	0.0	0.0	0.9	1.3	1.7

Oran analizi	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E
Sermaye verimliliği (%)	82	49	43	48	49	47
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	22	15	18	15	15	16
Brüt marj (%)	27.4	28.1	27.2	27.0	27.0	27.0
FAVÖK marjı (%)	25.7	27.8	28.2	27.8	27.5	27.5
FVÖK marjı (%)	18.9	19.5	19.2	19.3	19.3	19.5
Net kâr marjı (%)	13.1	10.0	10.1	11.1	12.3	13.1
Net borç/FAVÖK (x)	0.5	0.8	0.9	0.8	0.6	0.4
FAVÖK/Finansman gideri (net) (x)	8.3	6.6	3.2	3.6	4.5	5.1

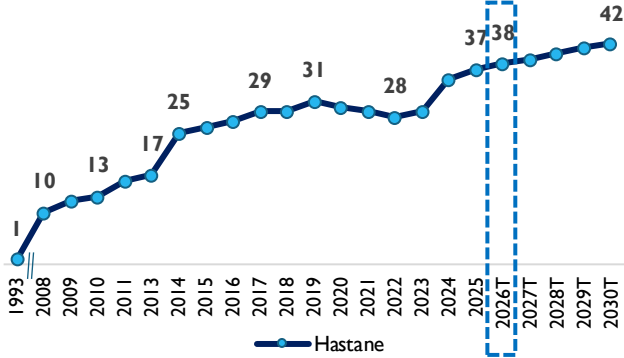
Kar ve zarar (TL mn)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E
Net satışlar	39,690	55,093	74,460	95,461	114,881	134,067
Reel Büyüme oranı (yıllık)	22.5%	6.0%	4.5%	5.5%	4.6%	4.2%
Brüt kar	10,859	15,488	20,289	25,774	31,018	36,198
FAVÖK	10,203	15,328	20,992	26,490	31,592	36,868
Reel Büyüme oranı (yıllık)	22.2%	14.8%	5.9%	3.9%	3.7%	4.2%
FVÖK	7,492	10,738	14,332	18,376	22,115	26,143
Reel Büyüme oranı (yıllık)	22.3%	9.5%	3.2%	5.6%	4.6%	5.5%
Diğer gelir/gider	3,316	2,554	3,452	4,426	5,326	6,215
Finansman geliri/gideri	-1,225	-2,329	-6,600	-7,271	-7,092	-7,164
Vergi öncesi kar	9,583	10,963	11,184	15,531	20,348	25,195
Vergi	-1,958	-3,445	-2,796	-3,883	-5,087	-6,299
Efektif vergi oranı	20.4%	31.4%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Kontrol gücü olmayan paylar	576	649	839	1,019	1,171	1,312
Net kar	5,210	5,537	7,550	10,629	14,090	17,584
Reel Büyüme oranı (yıllık)	-20.3%	-18.8%	5.5%	15.9%	15.3%	11.4%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	191	191	191	191	191	191
Hisse başı net kar (TL)	27.3	29.0	39.5	55.6	73.8	92.1
Hisse başı temettü (TL)	0.0	0.0	0.0	4.0	5.6	7.4
Temettü ödeme oranı	0.0%	0.0%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%

Nakit akışı (TL mn)	2026E	2027E	2028E	2029E	Bilanço (TL mn)	2026E	2027E	2028E	2029E
FVÖK	14,332	18,376	22,115	26,143	Nakit	8,636	14,864	23,957	35,595
Amortisman ve itfa giderleri	6,660	8,114	9,478	10,725	Dönen varlıklar	26,467	36,439	49,904	65,896
İşletme sermayesindeki değişim	-247.5	-303.0	-353.7	-402.1	Maddi duran varlıklar	20,963	26,896	32,941	39,575
Ödenen vergiler*	-3,583	-4,594	-5,529	-6,536	Maddi olmayan duran varlıklar	23,709	30,231	36,776	43,870
Toplam yatırım harcaması	-8,191	-9,546	-11,488	-13,407	Duran varlıklar	82,846	105,059	126,499	148,827
Yatırım harcaması/hasılat	-11.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	Toplam Varlıklar	109,314	141,498	176,403	214,723
Serbest nakit akışı	8,971	12,047	14,222	16,524	Kısa vadeli yükümlülükler	22,410	28,899	34,829	40,533
Serbest nakit akış oranı verimi (%)	12.0%	12.6%	12.4%	12.3%	Uzun vadeli yükümlülükler	39,606	51,401	62,147	71,890
Ödenen temettüler	0	0	-755	-1,063	Özkaynaklar	44,624	57,506	74,563	96,123
					Toplam Kaynaklar	109,314	141,498	176,403	214,723
					Net işletme sermayesi	334	-916	-1,120	-1,286

Kaynak: Şirket, UNLU & Co, (*) FVÖK üzerinden

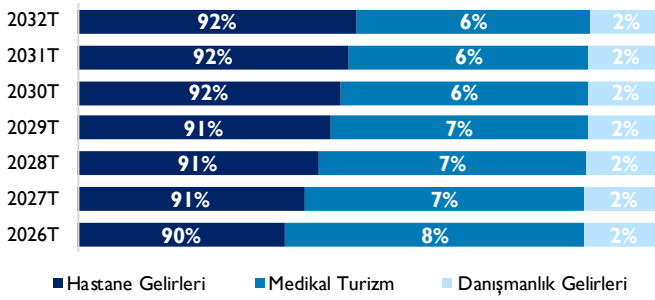
MLP Sağlık'a Genel Bakış

Tablo 1: Hastane Ağı Genişlemesi



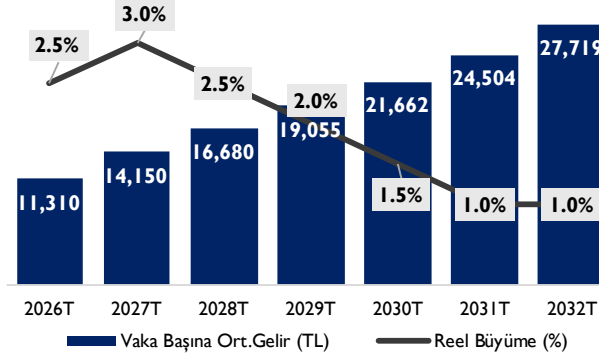
Kaynak: Şirket Verisi, Unlu&Co

Tablo 3: Hasılat Kırılımı (%)



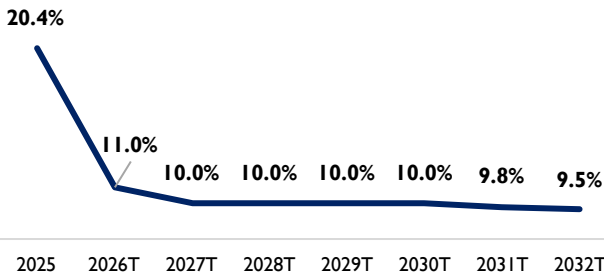
Kaynak: Unlu&Co

Tablo 5: Ortalama Vaka Başına Gelir (TL) ve Reel Büyüme (%)



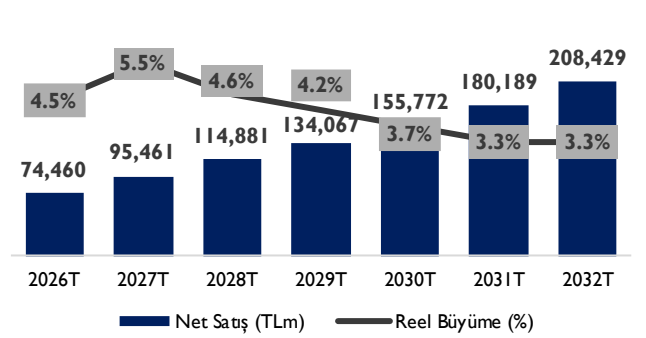
Kaynak: Unlu&Co

Tablo 7: Yatırım Harcamaları Tahmini (Satışların %'si)



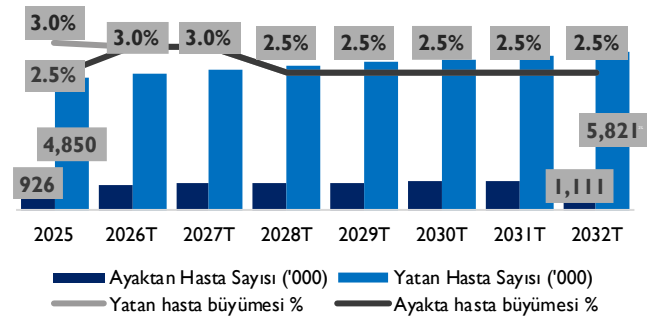
Kaynak: Şirket Verisi, Unlu&Co

Tablo 2: Hasılat (mn TL) ve Reel Büyüme Tahmini (%)



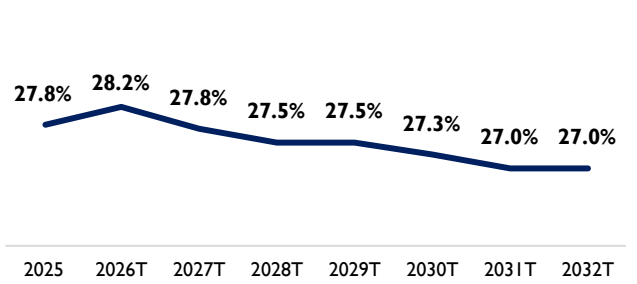
Kaynak: Şirket Verisi, Unlu&Co

Tablo 4: Yatan ve Ayakta Hasta Sayısı (Bin) ile Büyüme (%)



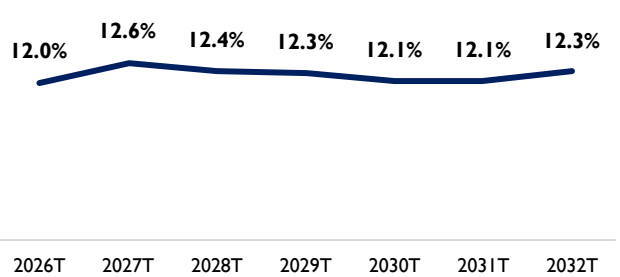
Kaynak: Şirket Verisi, Unlu&Co

Tablo 6: FAVÖK Marjı Tahmini (%)



Kaynak: Şirket Verisi, Unlu&Co

Tablo 8: Serbest Nakit Akışı Marjı Tahmini (%)



Kaynak: Unlu&Co

Yatırım Teması

Fiyatlama dinamikleri, SUT ve TTB tarife revizyonları tarafından desteklenmektedir.

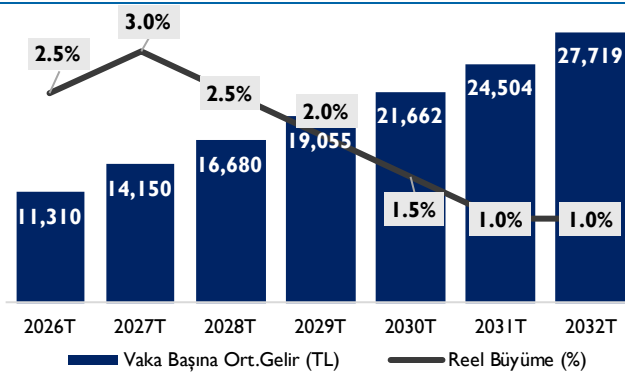
Fiyat büyümesinin, hem Sağlık Uygulama Tebliği (SUT) hem de TTB (Türk Tabipleri Birliği) tarifelerindeki revizyonların desteğiyle hasılat artışının temel sürükleyicilerinden biri olmaya devam etmesini bekliyoruz. Aralık 2025'te açıklanan ve Ocak 2026 itibarıyla yürürlüğe giren yaklaşık %30'luk SUT tarife artışının ardından, 2026 yılı için ilave bir SUT revizyonu öngörmüyoruz. TTB tarafında ise Ocak 2026'da yürürlüğe giren %16,5'lik artışın ardından Temmuz 2026'da ilave %16,5'lik bir revizyon bekliyoruz. Bu da yıl genelinde yaklaşık %33'lük kümülatif bir TTB tarife artışına işaret etmektedir. Enflasyonun yüksek seyrini korumasına rağmen, bu varsayımlar 2026 yılında ortalama tedavi fiyatlarında yaklaşık %2,5 reel artışa işaret etmektedir. 2027 yılında ise, daha destekleyici bir makroekonomik ve politika ortamının da katkısıyla, SUT ve TTB tarife revizyonlarının enflasyonun bir miktar üzerinde gerçekleşmeye devam edeceğini varsayıyor ve ortalama tedavi fiyatlarında yaklaşık %3,0 reel artış öngörüyoruz. 2028 yılında tarife revizyonlarının enflasyonun hafif üzerinde kalmaya devam edeceğini ve yaklaşık %2,5 reel fiyat artışı sağlayacağını tahmin ediyoruz. 2029 yılından itibaren ise SUT ve TTB tarife revizyonlarının kademeli olarak enflasyona yakınsayacağını, buna bağlı olarak da uzun vadede reel fiyat büyümesinin daha sınırlı seviyelerde gerçekleşeceğini varsayıyoruz.

Tablo 9: SUT ve TTB Tarife Geçmişi, 2022-2026

Yıl	Açıklama Tarihi	Kurum	Tarife	
			Artışı	Yürürlük Tarihi
2022	Ara.22	TTB	41%	Oca.23
2023	Mar.23	SGK	31%	Mar.23
2023	Haz.23	TTB	31%	Tem.23
2023	Ağu.23	SGK	51%	Eyl.23
2024	Oca.24	TTB	41%	Oca.24
2024	May.24	SGK	50%	May.24
2024	Haz.24	TTB	25%	Tem.24
2025	Oca.25	TTB	20%	Oca.25
2025	Tem.25	TTB	21%	Tem.25
2025	Ara.25	SGK	30%	Oca.26
2025	Ara.25	TTB	17%	Oca.26

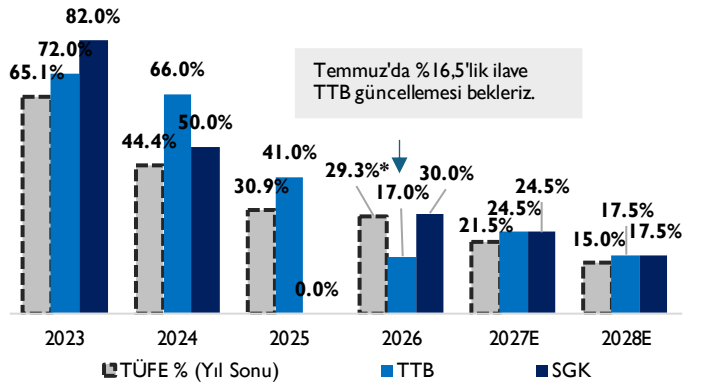
Kaynak: Şirket Verisi

Tablo 11: Ortalama Vaka Başına Gelir (TL) ve Reel Büyüme (%)



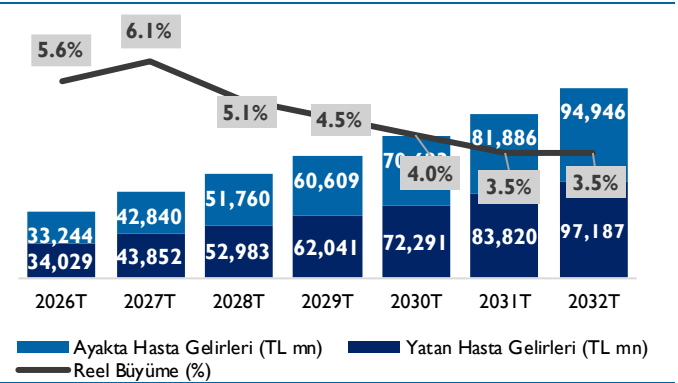
Kaynak: UNLU & Co

Tablo 10: SUT ve TTB Tarife Revizyonları ile TÜFE Karşılaştırması (%)



Kaynak: Şirket Verisi, UNLU & Co

Tablo 12: Yurt İçi Hastane Hasılatı (mn TL) ve Reel Büyüme (%)



Kaynak: UNLU & Co

Sigortalı sayısındaki ılımlı toparlanma ve SGK hacimlerindeki normalleşme, hasta trafiğini destekliyor.

Sigorta tarafında ise, sektör görünümümüzde de gösterildiği üzere (Tablo 30), tamamlayıcı ve özel sağlık sigortası sigortalı sayısı, COVID sonrası dönemde görülen hızlı büyümenin ve 2024–2025 yıllarındaki durağan seyrin ardından 2026 yılının ilk dört ayında sınırlı bir toparlanma göstermiştir. Yüksek sağlık enflasyonu ve artan primlerin kısa vadede sigortalı sayısında güçlü bir ivmelenmeyi sınırlayabileceğini düşünmekle birlikte, sigortalı hasta tabanındaki ılımlı büyümenin dahi özel hastane işletmecileri açısından destekleyici olacağını değerlendiriyoruz. Buna ek olarak, son dönemde gerçekleştirilen SUT ve Türk Tabipleri Birliği (TTB) tarife revizyonlarının sigorta ekosistemi üzerindeki baskıyı hafifletmeye yardımcı olabileceğini düşünüyoruz. Bununla birlikte, tahminlerimizde sigortalı kişi sayısındaki toparlanmadan kaynaklanan anlamlı bir hacim katkısı varsaymıyoruz. 2025 yılında SUT tarifelerinin güncellenmemesi nedeniyle gerileyen SGK hasta hacimlerinin de Ocak 2026 itibarıyla yürürlüğe giren yaklaşık %30'luk SUT tarife artışının ardından toparlanmasını bekliyoruz. Bunun da toplam hasta trafiği açısından ilave bir destek unsuru oluşturacağını öngörüyoruz.

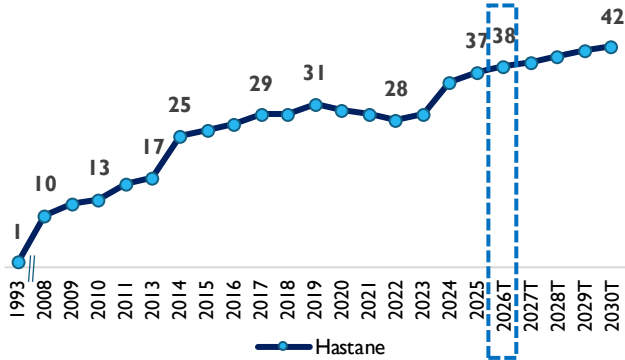
Hastane ağı genişlemesi hacim büyümesini destekliyor.

MLP Sağlık, 1993 yılında tek bir hastane ile başladığı faaliyetlerini, Mayıs 2026'da Budapeşte operasyonunun sonlandırılmasının ardından Haziran 2026 itibarıyla 36 hastane/operasyona ulaştırmıştır. Mevcut ağı, Türkiye'deki 7 Liv Hospital ve 27 Medical Park hastanesinden oluşan toplam 34 hastanenin yanı sıra Azerbaycan ve Kosova'daki iki uluslararası operasyondan oluşmaktadır. Bursa ve Çanakkale hastanelerinin 2026 yıl sonuna kadar faaliyete geçmesiyle birlikte ağın yıl sonunda 38 hastane/operasyona ulaşmasını bekliyoruz. 2027–2030 dönemi için ise her yıl net bir hastane eklenmesini varsayıyor ve toplam ağın 2030 itibarıyla 42 hastane/operasyona ulaşacağını öngörüyoruz. Bu varsayım, 2026–2030 döneminde toplam altı net hastane eklenmesine işaret etmekte olup, yönetimin beş yıllık dönemde 8–10 hastane brüt ekleme hedefiyle karşılaştırıldığında, olası kapanışlar ve portföy optimizasyonunu da dikkate alan daha ihtiyatlı bir yaklaşımı yansıtmaktadır.

Bu kapasite artışını, mevcut hastane ağından kaynaklanan baz büyümenin üzerine ek olarak, yatan ve ayakta hasta hacmi varsayımlarımıza kademeli şekilde yansıtıyoruz. Zira yeni açılan hastanelerin olgun doluluk seviyelerine ulaşması genellikle zaman almaktadır. 2025 yılında eklenen tesislerin tam yıl katkısı ile Bursa ve Çanakkale hastanelerinin 2026 sonuna kadar faaliyete geçeceği varsayımı doğrultusunda, yatan ve ayakta hasta hacimlerinin 2026–2027 döneminde yıllık yaklaşık %3,0, 2028–2030 döneminde ise yaklaşık %2,5 büyümesini bekliyoruz.

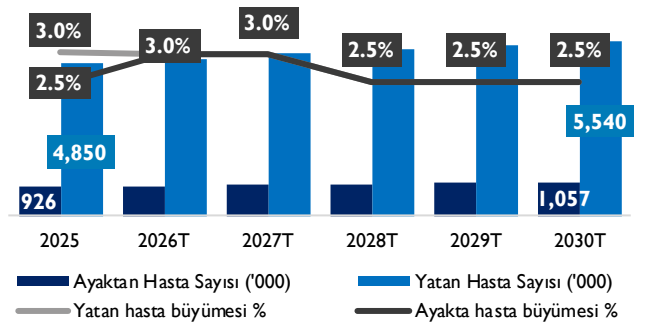
Hasta hacmi varsayımlarımıza ve yeni hastanelerin katkısına ilişkin metodolojimize, Hasılat Varsayımları bölümünde detaylı olarak yer verilmektedir.

Tablo 13: Hastane Sayısı, 1993-2030T



Kaynak: Şirket Verisi, UNLU & Co

Tablo 14: Yatan ve Ayakta Hasta Sayıları ile Büyüme (%), 2025-2030T



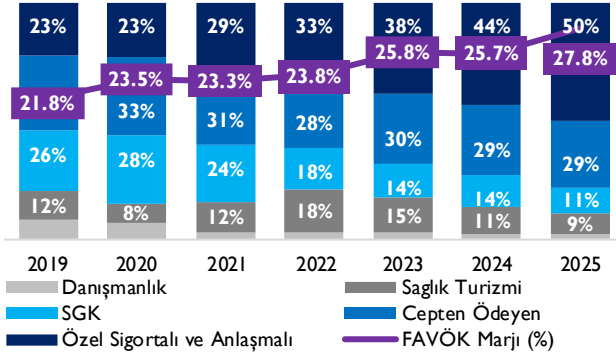
Kaynak: Şirket Verisi, UNLU & Co Analysis

Hasta karmasındaki yapısal dönüşüm, güçlü FAVÖK marjlarını destekliyor.

Son yıllarda MLP Sağlık'ın hasılat kırılımı, daha yüksek marjlı segmentler lehine belirgin şekilde değişmiştir. Özel sağlık sigortası ve anlaşmalı kurum hastalarının toplam hasılat içindeki payı 2018 yılında %19 seviyesindeyken 2025 yılında %50'ye yükselirken, SGK'nın payı aynı dönemde %29'dan %11'e gerilemiştir. Bu dönüşüm, FAVÖK marjının %16'dan %28'e yükselmesiyle eş zamanlı gerçekleşmiş olup, ödeme yapan karmasındaki değişimin marj genişlemesine sağladığı desteği ortaya koymaktadır. Hasılat karmasındaki iyileşmenin yanı sıra, kârlılık operasyonel verimlilik uygulamalarıyla da desteklenmiştir. Temizlik, yemek ve güvenlik gibi belirli hizmetlerin şirket bünyesine alınması, stok yönetimindeki iyileşmeler ve dijitalleşme yatırımları bu girişimler arasında öne çıkmaktadır. Artan ölçeğin de katkısıyla bu uygulamalar operasyonel kaldıraç yaratmış ve sektör genelinde gözlenen maliyet baskılarının bir kısmının dengelenmesine yardımcı olmuştur.

Şirket segment bazında marj açıklamasına da ödeme yapan kurum karmasındaki iyileşme ile kârlılık arasındaki tarihsel ilişki, marj varsayımlarımız için faydalı bir çerçeve sunmaktadır. Tahminlerimiz, marj köprüsü analizimizle de uyumlu olarak, 2026 yılında yaklaşık %28,2 FAVÖK marjına işaret etmektedir. Bu varsayım; yüksek marjlı hasta karmasının artması, tarife artışları ve operasyonel verimlilik kazanımlarının olumlu etkileri ile doktor maaş sistemi dönüşümünün yaratacağı maliyet baskısı arasındaki dengeyi yansıtmaktadır. 2027 yılında ise FAVÖK marjının yaklaşık %27,5 seviyelerinde güçlü seyrini korumasını bekliyoruz. Doktor bordro sistemi dönüşümünün tam yıl etkisi ve yeni açılan hastanelerin olgunlaşma sürecinin yaratacağı baskının, devam eden verimlilik kazanımları ve daha avantajlı hasılat karması tarafından büyük ölçüde dengeleneceğini öngörüyoruz.

Tablo 15: Hasılat Kırılımı ve FAVÖK Marjı (%)



Kaynak: Şirket Verisi

Tablo 16: FAVÖK Marjı Köprüsü (2025–2026T)

Faktör	Etki (bp)
2025 FAVÖK Marjı %	27.8%
Daha yüksek marjlı sigortalı segmentlere geçiş (özel sigortalı + anlaşmalı hastalar)	+50
Tarife artışlarının maliyet enflasyonuna göre etkisi	+50
Operasyonel verimlilik iyileşmeleri	+50
Doktorların bordro çalışma modeline geçişi (kısa)	-100
2026T Varsayımımız (%)	28.2%

Kaynak: Şirket Verisi, UNLU & Co

Temel yatırım tezimizin bir parçası olmamakla birlikte, 2027 yılı kârlarından yapılabilecek potansiyel temettü dağıtımları yatırım hikâyesini destekleyen ilave bir unsur olarak öne çıkmaktadır.

Yönetim beklentileriyle uyumlu olarak, 2026 yılında temettü ödemesi beklemiyoruz. Bununla birlikte, serbest nakit akışı üretimindeki iyileşme ve yatırım harcamalarının hasılat oranındaki düşüşün desteğiyle, 2027 yılında yaratılacak kârın 2028 yılında ilk temettü ödemesine zemin hazırlayabileceğini düşünüyoruz.

Değerleme

ABD doları bazlı İNA değerlememizi yedi yıllık projeksiyon dönemi üzerinden oluşturuyor ve değerlememizde %75 ağırlık veriyoruz. Bunu, %25 ağırlık verdiğimiz benzer şirket çarpan analizi ile destekliyoruz. Değerlememizde; %7,5 risksiz getiri oranı, %6,0 Türkiye hisse senedi risk primi ve 1,0 kaldıraçlı beta varsayımlarına dayanan %12,1 ABD doları bazlı AOSM kullanıyoruz. İNA modelimizde terminal büyüme oranı olarak %2,0 varsayıyoruz. Değerlememizi ABD doları bazında gerçekleştiriyoruz. Bu yaklaşım, TL finansallarda enflasyon muhasebesinden kaynaklanabilecek bozulmaları azaltırken, şirketin reel nakit akışı yaratma kapasitesini daha sağlıklı yansıtmakta ve ABD doları bazlı benzer şirket değerlemeleriyle tutarlılık sağlamaktadır. Serbest nakit akışı projeksiyonlarımız şirketin raporladığı FAVÖK rakamlarına dayanırken, kira yükümlülüklerini net borç içerisinde dikkate alıyoruz. Net borç ve azınlık pay düzeltmelerinde en güncel bilanço (1Ç26) verilerini kullanıyoruz. Ayrıca, İNA özsermaye değerimizi 1Ç26 itibarıyla konsolide özkaynaklar içerisindeki %5,2'lik kontrol gücü olmayan pay oranını esas alarak düzeltiyoruz. Bu çerçevede, değerlememiz hisse başına 12 aylık hedef fiyat olarak 705 TL'ye işaret etmekte olup, mevcut seviyelere göre %65 yükseliş potansiyeli sunmaktadır.

Tablo 17: MPAK Değerlemesi (2025*-2032T, mn ABD Doları)

USDm	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Gelirler	1,286	1,454	1,546	1,617	1,685	1,748	1,806	1,865
Büyüme (%)	6.0%	4.5%	5.5%	4.6%	4.2%	3.7%	3.3%	3.3%
FAVÖK	358	410	429	445	463	476	488	504
Marj (%)	27.8%	28.2%	27.8%	27.5%	27.5%	27.3%	27.0%	27.0%
FVÖK Üzerinden Vergi		-70	-74	-78	-82	-85	-88	-91
İşletme Sermayesi Değişimi		-4.8	-4.9	-5.0	-5.1	-5.1	-5.2	-5.3
Yatırım Harcamaları		-160	-155	-162	-169	-175	-176	-177
Yat.Harc./Gelirler (%)		-11.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-9.8%	-9.5%
Serbest Nakit Akımı		175	195	200	208	211	218	230
SNA Marj %		12.0%	12.6%	12.4%	12.3%	12.1%	12.1%	12.3%
AOSM		12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%
İndirgeme Faktörü		0.94	0.84	0.75	0.67	0.60	0.53	0.48
İNA		165	164	151	139	126	116	110
SNA Bugünkü Değer	972							
Uç Değer Büyüme %	2.0%							
Uç Değer Bugünkü Değer	1,107							
Şirket Değeri	2,079							
Net Borç (-)	341							
Azınlık Payları	5.2%							
Hedef Piyasa Değeri, İNA	1,647							
Hedef Piyasa Değeri, Çarp.Anl.	3,493							
İNA %	75%							
Çarpan Analizi %	25%							
Hedef Piyasa Değeri	2,079							
Hedef Piyasa Değeri, 12Aylık	2,435							
Hisse Adedi (m)	191							
Hedef Fiyat, 12A, USD	12.7							
USD/TL (2026)	55.3							
Hedef Fiyat, 12A, TL	705							
Güncel Fiyat	426							
Getiri Potansiyeli %	65%							

Kaynak: UNLU & Co

Çarpan Analizi

MLP Sağlık, 2026T ve 2027T FD/FAVÖK çarpanlarına göre küresel benzer şirket medyanına kıyasla sırasıyla %57 ve %55 iskonto işlem görmektedir. F/K çarpanında ise iskonto oranı 2026T ve 2027T için sırasıyla %39 ve %41 seviyesindedir.

Benzer şirket çarpan analizimizde, %35 2026T FD/FAVÖK, %35 2027T FD/FAVÖK, %15 2026T F/K ve %15 2027T F/K çarpanlarından oluşan ağırlıklandırılmış bir metodoloji kullanıyoruz. Şirketin devam eden yatırım döngüsü ve farklı operatörler arasındaki amortisman yapılarındaki farklılıklar nedeniyle FD/FAVÖK çarpanına daha yüksek ağırlık veriyoruz.

Tablo 18: Benzer Şirket Çarpanları

Şirket	Ülke	PD USDm	FD/FAVÖK		F/K	
			2026T	2027T	2026T	2027T
Ramsay Health Care	Avustralya	6,469	6.2	5.8	19.5	16.4
Apollo Hospitals	Hindistan	11,613	24.9	20.1	45.8	35.8
Global Health	Hindistan	2,896	26.7	22.8	44.1	37.6
Narayana Hrudayalaya	Hindistan	3,705	21.0	18.5	31.9	27.6
IHH Healthcare	Malezya	19,956	13.4	11.9	33.6	31.8
KPJ Healthcare	Malezya	3,835	12.7	11.9	31.7	28.8
Chularat Hospital	Tayland	469	8.5	8.1	15.2	14.3
Bangkok Dusit Med	Tayland	8,853	10.5	9.9	17.3	16.2
Bumrungrad	Tayland	3,944	11.9	11.3	17.8	17.5
Raffles Medical Group	Singapur	1,426	10.8	9.5	24.9	21.6
Medyan - Asya-Pasifik		3,835	11.9	11.3	24.9	21.6
Al Hammadi Co	Suudi Arabistan	155,937	12.6	11.6	16.5	14.8
Dallah Healthcare	Suudi Arabistan	43,271	18.6	16.6	24.7	21.8
Middle East Healthcare	Suudi Arabistan	17,698	9.4	8.7	15.2	11.8
Mouwasat Medical	Suudi Arabistan	19,573	12.4	10.7	17.9	15.4
Dr. Suleiman Al Habib	Suudi Arabistan	6,877	25.2	21.1	31.0	26.3
Fakeeh Care Group	Suudi Arabistan	24,723	17.3	14.6	25.3	21.0
Netcare	Güney Afrika	29,469	5.8	5.3	9.4	8.4
Life Healthcare	Güney Afrika	12,590	4.9	4.3	9.5	8.1
Medyan - Körfez ve Güney Afrika		22,148	12.5	11.1	17.2	15.1
Medyan - Asya, Körfez ve Güney Afrika		8,853	12.4	11.3	19.5	17.5
MLP Sağlık	Türkiye	1,761	5.3	5.1	11.9	10.2
Prim (İskonto)						
MLP Sağlık			-57%	-55%	-39%	-41%

Kaynak: Bloomberg, UNLU & Co

MLP Sağlık, küresel benzer şirketlere kıyasla önemli bir iskontoyla işlem görmesinin yanı sıra, kendi son 5 yıllık ortalama FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının da altında işlem görmektedir.

Tablo 19: MLP Sağlık Tarihsel İleri FD/FAVÖK (12A)



Kaynak: Bloomberg

Tablo 20: MLP Sağlık Tarihsel İleri F/K (12A)



Kaynak: Bloomberg

Projeksiyonlar

Reel hasılat büyümesinin 2026 yılında yaklaşık %4,5, 2027 yılında yaklaşık %5,5 ve 2028–2029 döneminde yıllık yaklaşık %4,5 seviyelerinde gerçekleşmesini öngörüyoruz.

2025 yılında, SUT tarifelerinin yıl boyunca güncellenmemesine rağmen TTB tarife artışlarının desteğiyle yatan hasta protokol sayısı yaklaşık %3, ayakta hasta ziyaretleri ise yaklaşık %2,5 büyümüştür. Yıl içerisinde portföye dört hastane eklenmiştir (iki satın alma ve iki danışmanlık). Ancak bu tesislerin yılın son dönemlerinde faaliyete geçmesi nedeniyle hasta hacimlerine katkıları sınırlı kalmıştır. 2026 yılına baktığımızda, Ocak ayında yürürlüğe giren yaklaşık %30'luk SUT tarife artışının hem yatan hem de ayakta hasta segmentlerinde SGK hasta hacimlerinde toparlanmayı desteklemesini bekliyoruz. TTB tarafındaki devam eden tarife revizyonları ise özel sigortalı ve kendi ödemesini yapan hastalar için ilave fiyatlama desteği sağlamaktadır. Buna ek olarak, 2025 yılında eklenen hastanelerin tam yıl katkısının da hasta hacimleri açısından ilave bir destek unsuru oluşturacağını düşünüyoruz.

Mevcut hastane ağından kaynaklanan baz büyümenin yanı sıra, yeni hastanelerin katkısını yatan ve ayakta hasta hacmi varsayımlarımıza kademeli olarak yansıtıyoruz. Bursa ve Çanakkale hastanelerinin 2026 yıl sonuna kadar faaliyete geçmesi planlanmakta olup, tahminlerimize 2027 yılından itibaren dahil edilmektedir. 2027–2030 döneminde ise her yıl net bir hastane eklenmesini varsayıyoruz. Yeni hastanelerin katkısını açılışı takip eden yıldan itibaren modelliyoruz; zira yeni açılan hastanelerin olgun kullanım seviyelerine ulaşması genellikle belirli bir zaman almaktadır. Danışmanlık hastaneleri hariç yaklaşık 5.400 mevcut operasyonel yatak kapasitesi ve yeni hastane başına yaklaşık 150 yatak varsayımımız dikkate alındığında, her yeni hastane yaklaşık %2,8 brüt kapasite artışına karşılık gelmektedir. Hastanelerin olgunlaşma sürecini (yaklaşık 5 yıl) dikkate alarak, her net hastane ilavesi için yıllık yaklaşık 0,5 puanlık ek hacim katkısı varsayıyoruz. Bu çerçevede, yatan hasta sayısı ile ayakta hasta ziyaretlerinin 2026–2027 döneminde yıllık yaklaşık %3,0 büyümesini, 2028–2030 döneminde ise büyümenin yıllık yaklaşık %2,5 seviyelerine normalleşmesini bekliyoruz.

Fiyatlama tarafında, 2026 yılında yürürlüğe giren yaklaşık %30'luk SUT artışı ve yıl genelinde beklediğimiz kümülatif yaklaşık %33'lük TTB revizyonunun ardından, ortalama karma tedavi fiyatlarında yaklaşık %2,5 reel artış öngörüyoruz. 2027 yılında ise maliyet baskılarının hafiflemesi ve daha destekleyici bir fiyatlama ortamının etkisiyle, tarife güncellemelerinin enflasyonun bir miktar üzerinde gerçekleşebileceğini düşünüyor ve ortalama tedavi fiyatlarında yaklaşık %3,0 reel artış tahmin ediyoruz. 2028 yılında tarife revizyonlarının enflasyonun hafif üzerinde kalmaya devam edeceğini ve yaklaşık %2,5 reel fiyat büyümesine işaret edeceğini varsayıyoruz. 2029 yılından itibaren ise SUT ve TTB tarife revizyonlarının kademeli olarak enflasyona yakınsamasını bekliyor, buna bağlı olarak uzun vadede reel fiyat büyümesinin daha sınırlı seviyelerde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Sağlık turizmi gelirlerinin yıllık yaklaşık 110 milyon ABD doları seviyesinde yatay seyretmesini ve projeksiyon dönemimiz boyunca anlamlı bir büyüme göstermemesini varsayıyoruz. Yardımcı hizmetler ve danışmanlık gelirleri tarafında ise, 2025 yılında eklenen iki danışmanlık hastanesinin tam yıl katkısının desteğiyle 2026 yılında yüksek tek haneli reel büyüme öngörüyoruz. Sonrasında ise büyümenin kademeli olarak normalleşmesini ve 2030 yılına kadar reel bazda düşük tek haneli seviyelerde devam etmesini bekliyoruz.

Tablo 21: Yeni Hastane Katkısı Varsayımları

Varsayım	
Güncel Yatak Kapasitesi (Yurtiçi)	5,400
Yeni hastane başına varsayılan yatak kapasitesi	150
Yeni hastane başına kapasite artışı	2.8%
Tam kapasite kullanımına ulaşma süresi	5
Yeni hastane başına yıllık hacim katkısı %	0.5%

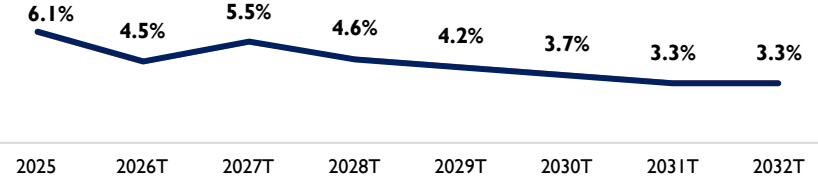
Kaynak: Şirket Verisi, Unlu&Co

Tablo 22: Hastane Ağı Genişlemesi ve Hacim Büyümesi Varsayımları

	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Hastane sayısı	37	38	39	40	41	42
Yeni hastane*	2	2	1	1	1	1
Yeni hastane katkısının hacim büyümesine etkisi		1.0%	1.0%	0.5%	0.5%	0.5%
Mevcut hastanelerden baz hacim büyümesi		2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Toplam hacim büyümesi	3.0%	3.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%

Kaynak: Şirket Verisi, Unlu&Co, (*)Danışmanlık hastaneleri hariç

Reel hasılat büyümesinin 2026 yılında yaklaşık %4.5, 2027 yılında yaklaşık %5.5 ve 2028–2029 döneminde yıllık yaklaşık %4.5 seviyelerinde gerçekleşmesini öngörüyoruz.

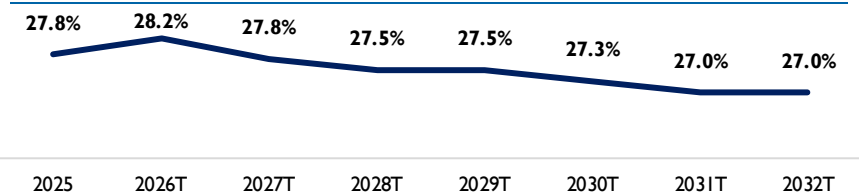
Tablo 23: Reel Hasılat Büyümesi (%)


Kaynak: Şirket Verisi, Unlu&Co

2026 yılında FAVÖK marjının yaklaşık %28 seviyesinde kalmasını bekliyoruz.

Maliyet tarafında ise, doktorların 2026 yılının ortasından itibaren bordro bazlı sisteme geçişinin marjlar üzerinde bir miktar baskı yaratmasını bekliyoruz. Yeni sistem yılın 2.yarisından itibaren etkili olacağından, etkisini 2026 yılı için yaklaşık 100 baz puan olarak hesaplıyor; tam etkisinin ise 2027 yılından itibaren görülmesini bekliyoruz. Bununla birlikte, söz konusu baskının devam eden operasyonel verimlilik girişimleriyle büyük ölçüde dengelenebileceğini düşünüyoruz. Şirket, temizlik, yemek ve güvenlik gibi belirli dış kaynaklı hizmetleri kademeli olarak bünyesine almakta olup, bunun zaman içerisinde maliyet kontrolünü desteklemesini bekliyoruz. Bunun yanı sıra, stok yönetimindeki iyileşmeler, dijitalleşme yatırımları ve daha verimli operasyonel süreçlerin verimliliği artırarak doktor bordro sistemi dönüşümünden kaynaklanan maliyet baskısının bir kısmını telafi edeceğini öngörüyoruz.

Genel olarak, doktorların bordrolu çalışma modeline geçişinin ilk etkilerine rağmen 2026 yılında FAVÖK marjının yaklaşık %28 seviyesinde kalmasını bekliyoruz. 2027 yılından itibaren söz konusu geçişin tam etkisinin görülmeye başlanmasıyla birlikte marjların yaklaşık %27,8 seviyelerine gerileyeceğini öngörüyoruz. Bununla birlikte, daha yüksek marjlı hasta karması ve devam eden verimlilik kazanımları sayesinde marjların tarihsel seviyelerinin yapısal olarak üzerinde kalacağını düşünüyoruz. Modelimizde daha ihtiyatlı bir yaklaşım benimsiyor ve uzun vadede FAVÖK marjının kademeli olarak %27 seviyesine yakınsayacağını varsayıyoruz.

Tablo 24: FAVÖK Marjı Tahmini (%)


Kaynak: Şirket Verisi, Unlu&Co

İşletme sermayesinin nakit akışı üzerindeki etkisinin sınırlı kalmasını bekliyoruz.

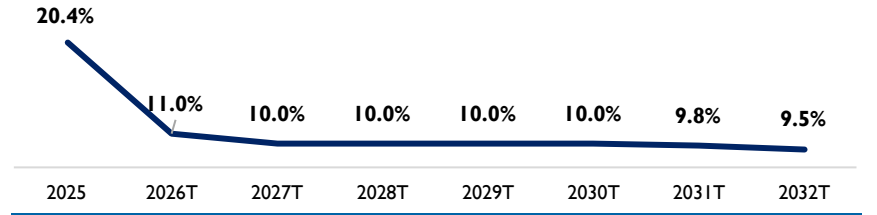
Şirketin işletme sermayesi ihtiyacı tarihsel olarak sınırlı seviyelerde kalmış olup, net işletme sermayesi satışlara oranla genel olarak nötr seviyelere yakın seyretmiştir. Yönetim, ileriye dönük dönemde de işletme sermayesi ihtiyacının sınırlı kalmasını beklemektedir. Bu beklenti, şirketin tarihsel nakit dönüşüm performansı ve faaliyet modeliyle uyumludur. İşletme sermayesi yapısının görece istikrarlı olması nedeniyle, projeksiyon dönemimiz boyunca net işletme sermayesinin genel olarak nötr seviyelerde kalacağını ve yalnızca sınırlı dalgalanmalar göstereceğini öngörüyoruz.

2025 yılındaki yüksek yatırım döneminin ardından yatırım harcamalarının hasılat oranının kademeli olarak normalleşmesini bekliyoruz.

Toplam yatırım harcamaları, ağırlıklı olarak satın almalar, sıfırdan hastane yatırımları ve hastane ruhsatlarına yönelik büyüme yatırımlarının etkisiyle 2025 yılında hasılatın %20,4'üne ulaşmıştır. Normalleşme süreci ise halihazırda başlamış olup, Yatırım Harcamaları/Hasılat oranı IÇ26 döneminde geçen yılın aynı dönemindeki %12,2 seviyesinden %10,9'a gerilemiştir.

İleriye dönük olarak yönetim, orta vadede Yatırım Harcamaları/Hasılat oranının yaklaşık %10 seviyesinde kalmasını beklemektedir. Bu beklentiyle uyumlu olarak, 2026 yılında yatırım harcamalarının hasılat oranını yaklaşık %11, sonraki yıllarda ise %9,5- %10 olarak öngörüyoruz. Bu varsayım, şirketin büyüme planlarını desteklemeye devam ederken daha normalleşmiş bir yatırım profiline işaret etmektedir.

Tablo 25: Yatırım Harcamaları / Hasılat Tahmini (%)



Kaynak: Şirket Verisi, Unlu&Co

Ortaklık Yapısı

31 Temmuz 2025 tarihinde tamamlanan hızlandırılmış talep toplama (ABB) işleminin ardından, Lightyear Healthcare'in MLP Sağlık'taki payı borsa içi ve borsa dışı işlemler yoluyla kademeli olarak azalmıştır. Mevcut ortaklık düzenlemeleri kapsamında, Lightyear'ın sahip olduğu A Grubu payların bir kısmı şirketin kurucusu ve Yönetim Kurulu Başkanı Muharrem Usta tarafından kontrol edilen F.O.M. Grup'a devredilmiştir. Şirket açıklamalarına göre, Lightyear'ın elinde kalan A Grubu payların tamamının en geç Eylül 2026 sonuna kadar F.O.M. Grup tarafından satın alınması öngörülmektedir. Ayrıca ABB işlemi kapsamında Muharrem Usta ve Sancak Yatırım tarafından verilen 365 günlük satmama taahhütleri 31 Temmuz 2026 tarihine kadar geçerlidir.

Tablo 26: Ortaklık Yapısı

Ortak	Pay (%)	Kısıtlama	Detay
Sancak Yatırım	16.7%	Lock-up	Temmuz 2025 ABB işlemi kapsamında verilen 365 günlük satmama taahhüdüne tabidir. Lock-up süresi 31 Temmuz 2026'da sona ermektedir.
Lightyear Healthcare B.V.	14.0%	Pay Devir Anlaşması	Kalan payların en geç 30 Eylül 2026 tarihine kadar borsa dışı işlemle F.O.M. Grup'a devredilmesi öngörülmektedir.
F.O.M. Grup	11.2%	Yok	Muharrem Usta tarafından kontrol edilen yatırım şirketidir. Lightyear'ın kalan paylarının alıcısıdır.
Muharrem Usta (Doğrudan Pay)	10.3%	Lock-up	Temmuz 2025 ABB işlemi kapsamında verilen 365 günlük satmama taahhüdüne tabidir. Lock-up süresi 31 Temmuz 2026'da sona ermektedir.
Dr. Adem Elbaşı	2.8%	Yok	Kamuya açıklanmış herhangi bir lock-up taahhüdü bulunmamaktadır.
Diğer	3.4%	Yok	Çeşitli hissedarlardan oluşmaktadır.
Halka Açık Kısım	41.6%	Yok	Borsa İstanbul'da serbestçe işlem gören paylardır.

Kaynak: Şirket Verisi

Sektör Görünümü

Ocak 2025 Düzenlemesi, Sektörde Operasyonel Gereklilikleri Sıkılaştırıyor

30 Ocak 2025 tarihinde Sağlık Bakanlığı, Resmî Gazete’de özel hastanelere ilişkin kapsamlı bir yönetmelik değişikliği yayımlamış ve 2002 yılından bu yana yürürlükte olan düzenleyici çerçeveyi önemli ölçüde yenilemiştir. Yapılan değişiklikler; hizmet kalitesini, hasta güvenliğini ve operasyonel standartları artırmayı hedeflemektedir. Yeni düzenleyici çerçeve, sektöre giriş engellerini yükseltirken operasyonel gereklilikleri sıkılaştırmakta ve denetim mekanizmalarını güçlendirmektedir. Bu değişiklikler tüm sektör oyuncularını etkileyecek olsa da, etkilerinin şirketler arasında eşit dağılmayacağını düşünüyoruz.

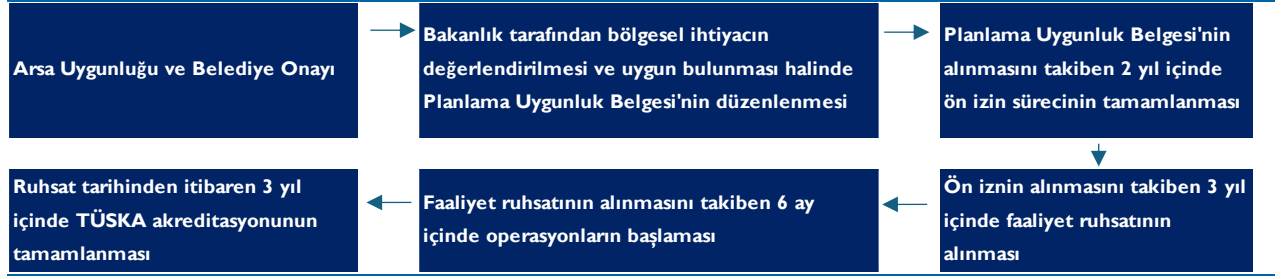
Tablo 27: 2002 ve 2025 Özel Hastaneler Yönetmeliklerinin Karşılaştırması

Konu	2002 Yönetmeliği	2025 Yönetmeliği
Minimum yatak şartı	Genel hastaneler için minimum 25 yatak şartı bulunuyordu	Minimum 100 yatak şartı getirildi (sınırlı istisnalar hariç)
Hastane açılış süreci	Ön izin ve ruhsat süreçleri düzenleniyordu	Planlama uygunluk belgesi + ön izin + ruhsat + faaliyet izni içeren aşamalı yapı ve sabit süreler getirildi
Planlama uygunluğu	Ayrı bir planlama uygunluk belgesi yapısı bulunmuyordu	Planlama uygunluk belgesi zorunlu ve devredilemez hale getirildi
Akreditasyon	TÜSKA akreditasyon zorunluluğu bulunmuyordu	TÜSKA akreditasyonu 3 yıl içinde zorunlu hale getirildi
Doktor çalışma modeli	Kısmi zamanlı ve birden fazla hastanede çalışma mümkündü	Doktorların aynı anda en fazla iki sağlık kuruluşunda çalışmasına izin verildi
Hastane devirleri	Satın alınan hastaneler için minimum elde tutma süresi bulunmuyordu	Satın alınan hastanelerin 2 yıl boyunca yeniden satılması yasaklandı
Yatak / kadro transferleri	Transfer mekanizmaları mevcut düzenleme altında mümkündü	Yatak kapasitesi ve kadro haklarının hastaneler arasında devri sınırlandırıldı

Kaynak: Resmi Gazete No. 32798, 30 Ocak 2025, Sağlık Bakanlığı

a) Yeni hastane izin süreçleri daha sıkı bir yapıya dönüştü

Yeni hastane yatırımlarında, Bakanlık süreçlerine geçilmeden önce ilgili belediyeden arsa uygunluğu ve imar onaylarının alınması gerekmektedir. Yeni hastane açılışları artık daha sıkı bir planlama ve izin sürecine tabi olup, kapasite kararları bölgesel sağlık hizmeti ihtiyacı, mevcut hekim arzı ve yatak kullanım oranları dikkate alınarak verilmektedir. İnşaat, dönüşüm veya tadilat çalışmalarına başlanabilmesi için öncelikle planlama uygunluk belgesinin alınması gerekmekte olup, bu belge devredilememektedir. Belgenin alınmasının ardından işletmecilere ön izin için iki yıl, ruhsatın alınması için ilave üç yıl süre tanınmaktadır. Ruhsat alındıktan sonra ise faaliyetlerin başlaması için altı aylık bir süre bulunmaktadır. Bu aşamalardan herhangi birinde belirlenen sürelerin kaçırılması halinde, daha önce alınmış tüm izinler otomatik olarak iptal edilmektedir.

Tablo 28: Yeni Yönetmelik Kapsamında Hastane Açılış Süreci (2025)


Kaynak: Resmi Gazete No. 32798, 30 Ocak 2025, Sağlık Bakanlığı

b) Yeni hastaneler için tesis ve personel standartları yükseltilmiştir

Yeni hastanelerin en az 100 yatak kapasitesine sahip olması, deprem dayanıklılığı standartlarına uygun müstakil binalarda faaliyet göstermesi ve acil servis, görüntüleme merkezi, eczane ile laboratuvar gibi birimleri bünyesinde bulundurması zorunlu hale getirilmiştir. Temel sağlık hizmetlerinin üçüncü taraflara devredilmesine ise izin verilmemektedir. Personel tarafında ise, özel hastanelerde çalışan tüm hekimlerin bordrolu istihdam modeline geçmesi ve en fazla iki sağlık kuruluşunda çalışabilmesi zorunlu hale getirilmiştir. Bu düzenleme, hekimlerin geçmişte esnek ve yarı zamanlı çalışma modelleri kapsamında birden fazla hastanede görev alabilmesine olanak tanıyan önceki uygulamaya kıyasla önemli bir değişime işaret etmektedir.

c) Akreditasyon gerekliliklerine uyumsuzluk, SGK gelirleri açısından risk oluşturuyor

Tüm özel hastanelerin ruhsat tarihinden itibaren üç yıl içerisinde Türkiye Sağlık Hizmetleri Kalite ve Akreditasyon Enstitüsü (TUSKA) akreditasyonunu alması gerekmektedir. Bu yükümlülüğü yerine getiremeyen hastaneler, akredite olmadıklarını kamuya açık şekilde duyurmak zorunda olup, ayrıca her yıl Sosyal Güvenlik Kurumu'na bildirilmektedir. SGK geri ödemelerinin birçok özel hastane için temel gelir kaynaklarından birini oluşturduğu dikkate alındığında, akreditasyon gerekliliklerini karşılayamayan işletmeciler açısından SGK ile anlaşmalı statünün kaybedilmesi önemli bir finansal risk oluşturmaktadır.

d) Denetim ve satın alma süreçleri belirgin şekilde sıkılaştırılmıştır

Yönetmelik, habersiz denetimleri de içeren daha kapsamlı ve risk bazlı bir denetim sistemi getirmektedir. Tespit edilen eksiklikler için belirli süreler tanınmakta, eksikliklerin giderilmemesi halinde ise faaliyetlerin durdurulması veya ruhsat iptali gibi yaptırımlar uygulanabilmektedir. Ayrıca yatak kapasiteleri ve personel kadroları hastaneler arasında devredilememekte, satın alınan hastaneler ise işlem tarihinden itibaren iki yıl boyunca yeniden satılamamaktadır. Satın alma işlemini gerçekleştiren işletmeci, devralınan hastanedeki mevcut uyumsuzluklardan da sorumlu tutulduğundan, satın alma süreçlerinde detaylı inceleme (due diligence) daha kritik hale gelmektedir.

Yorum: Ocak 2025 tarihli düzenlemenin küçük ölçekli işletmecileri daha fazla etkilemesini bekliyoruz. Büyük hastane gruplarının ise artan uyum maliyetlerini karşılama konusunda daha avantajlı bir konumda olduğunu düşünüyoruz. Daha sıkı denetimler, zorlaşan ruhsat süreçleri ve 2026 yılında kademeli olarak uygulanmaya başlanacak bordrolu hekim istihdamı zorunluluğunun sektör genelinde yapısal maliyet baskısını artırması muhtemeldir. Bununla birlikte, bu dinamiklerin ölçek ekonomisine sahip büyük oyuncular tarafından daha kolay yönetilebileceğini, küçük ölçekli işletmecilerin ise artan finansal baskılarla karşı karşıya kalabileceğini düşünüyoruz. Uzun vadede bu sürecin sektörde konsolidasyonu hızlandırmasını ve büyük grupların hem sınırlanan arzdan hem de seçici satın alma fırsatlarından fayda sağlamasını bekliyoruz.

Sigorta Pazarındaki Toparlanma Özel Hastaneleri Destekliyor

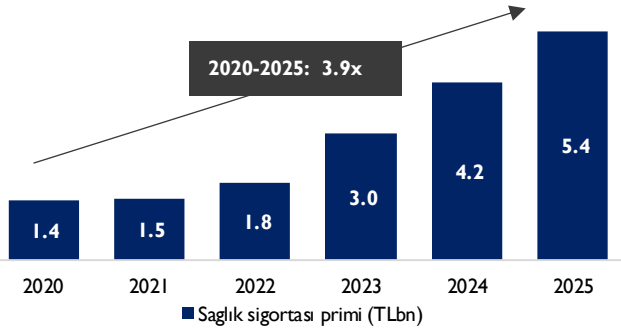
Türkiye sağlık sigortası pazarı son beş yılda güçlü bir büyüme kaydetmiştir. Toplam prim üretimi 2020 yılında 10,1 milyar TL (1,4 milyar ABD doları) seviyesindeyken, 2025 yılında 212 milyar TL'ye (5,4 milyar ABD doları) ulaşmıştır. Bu dönemde prim üretimi TL bazında 20 katın üzerinde, ABD doları bazında ise yaklaşık 4 kat büyümüştür. Aynı dönemde sağlık sigortasının toplam sigorta primleri içerisindeki payı %14,8'den %20,3'e yükselmiş ve sağlık sigortası, Türkiye sigorta pazarındaki ikinci büyük branş konumuna gelmiştir. Reel bazda bakıldığında ise sağlık sigortası primleri 2025 yılında %18,5 büyüyerek, büyük sigorta branşları arasında en güçlü reel büyüme performansını sergilemiştir.

Uygun prim seviyeleri, tamamlayıcı sağlık sigortasına talebi destekliyor

Toplam prim üretimi içerisinde özel sağlık sigortası, 2025 yılında 122 milyar TL (3,1 milyar ABD doları) ile en büyük alt segment olmayı sürdürürken, tamamlayıcı sağlık sigortası 83 milyar TL (2,1 milyar ABD doları) prim üretimiyle ikinci sırada yer almıştır. Son yıllarda büyümenin temel sürükleyicisi ise tamamlayıcı sağlık sigortası olmuştur. Tamamlayıcı sağlık sigortası, SGK ile anlaşmalı özel hastanelerde ortaya çıkan ilave sağlık harcamalarını, özel sağlık sigortasına kıyasla çok daha düşük primlerle karşılamakta ve böylece özel hastanelere erişimi daha geniş bir gelir grubuna ulaştırmaktadır. Artan sağlık harcamaları ve kaliteli sağlık hizmetlerine hızlı erişim beklentisinin güçlenmesi, bireyleri özel sağlık sigortası ürünlerine yönlendirirken, tamamlayıcı sağlık sigortasının uygun maliyetli yapısı bu erişimi daha da yaygınlaştırmıştır. Geniş SGK anlaşmalı hastane ağı ve görece düşük prim seviyeleri sayesinde, daha önce özel hastaneleri tercih etme imkânı bulunmayan gelir grupları da özel sağlık hizmetlerine erişim sağlayabilmiştir.

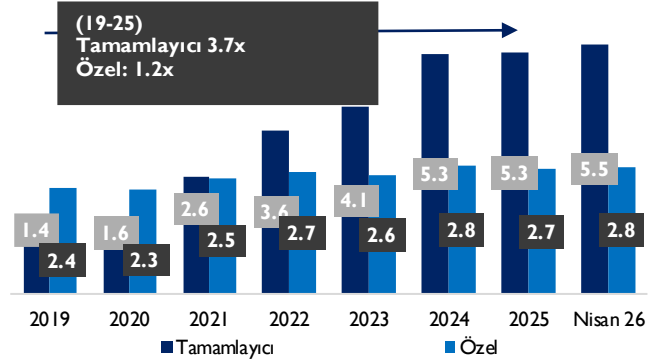
COVID sonrası dönemde görülen hızlı büyümenin ardından sigortalı sayısındaki artış son yıllarda daha ılımlı bir seyir izlese de, son veriler toparlanma eğilimine işaret etmektedir. Tamamlayıcı ve özel sağlık sigortalarının toplam sigortalı sayısı 2025 yılında 8,1 milyon kişi seviyesindeyken, Nisan 2026 itibarıyla 8,3 milyon kişiye yükselmiştir.

Tablo 29: Sağlık Sigortası Primleri (milyar ABD Doları)



Kaynak: Türkiye Sigorta Birliği (TSB)

Tablo 30: Tamamlayıcı ve Özel Sağlık Sigortası Sigortalı Sayısı (milyon kişi)



Kaynak: Türkiye Sigorta Birliği

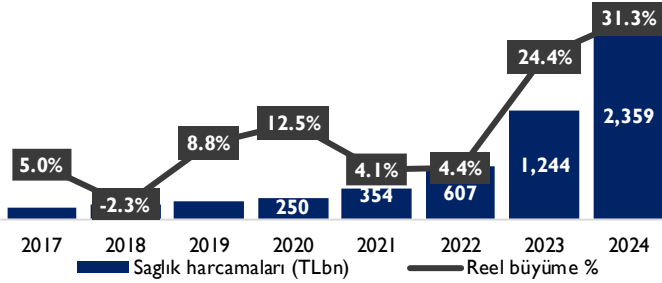
Yorum: Sağlık sigortası penetrasyonundaki artışın, özel hastanelerin ekonomik yapısı açısından doğrudan etkileri bulunmaktadır. Sigortalı hastalar, SGK hastalarına kıyasla ziyaret başına daha yüksek gelir yaratmaktadır. Sigortalı sayısındaki büyüme son dönemde yavaşlamış olsa da, mevcut sigortalı hasta tabanı özel hastane işletmecileri açısından hem hasta hacmi hem de hasta karması bakımından önemini korumaktadır. 2026 yılına ilişkin son veriler sigortalı sayısında belirli bir istikrarlaşmaya işaret etse de, bu gelişmeyi şu aşamada hasta hacimlerinde anlamlı bir artış sağlayacak ölçekte değerlendirmiyoruz. Sigortalı sayısındaki sınırlı yükselişi doğrudan tarife revizyonlarına bağlamak için henüz erken olduğunu düşünmekle birlikte, son dönemde gerçekleştirilen SUT ve TTB güncellemelerinin sigorta ekosistemi üzerindeki baskıyı hafifletebileceğini ve sigortalı hasta sayısındaki istikrarı destekleyebileceğini değerlendiriyoruz. Tamamlayıcı sağlık sigortasının gelişimini ise yapısal açıdan olumlu görüyoruz. Bu ürün, sağlık hizmetlerine erişimi doğrudan cepten yapılan ödemeler yerine sigorta

mekanizması üzerinden genişleterek özel hastanelere erişimi daha geniş kitlelere ulaştırmaktadır.

Sağlık Harcamaları 2024 Yılında Güçlü Bir Toparlanma Kaydetti

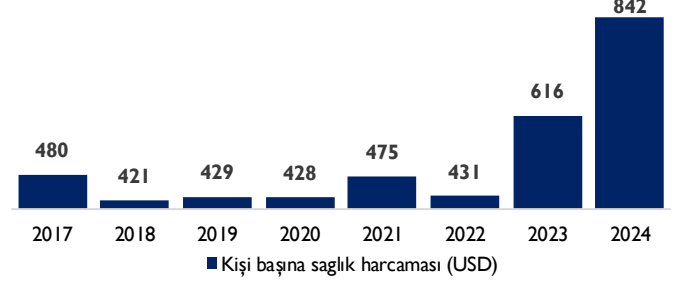
Türkiye’de sağlık harcamaları 2024 yılında güçlü bir toparlanma sergilemiştir. Toplam sağlık harcamaları yıllık bazda %90 artarak 2,359 trilyon TL’ye ulaşırken, reel büyüme %31,3 olarak gerçekleşmiştir. Tek bir yılda kaydedilen bu kadar güçlü büyümenin kalıcı bir eğilimi temsil ettiğini varsaymak konusunda temkinli olmakla birlikte, 2024 verilerinin sağlık harcamalarında 2017–2022 dönemindeki görece zayıf seyrin ardından belirgin bir normalleşmeye işaret ettiğini düşünüyoruz. Söz konusu dönemde reel büyüme ortalama %5,5 seviyesinde gerçekleşmişti. 2024 yılındaki güçlü artışın; geri ödeme tarifelerindeki güncellemeler, özel sağlık hizmetlerindeki fiyatlama normalizasyonu ve pandemi sonrası dönemde tamamlayıcı sağlık sigortası penetrasyonundaki hızlı artışın özel sağlık hizmetlerine erişimi kolaylaştırmasıyla desteklendiğini değerlendiriyoruz. Kişi başına sağlık harcaması 2024 yılında 842 ABD dolarına ulaşarak 2017 yılındaki 480 ABD doları seviyesine kıyasla yaklaşık iki katına çıkmış ve tarihsel serinin en yüksek seviyesini kaydetmiştir. Sağlık harcamalarının GSYH içindeki payı da 2022 yılındaki %4,0 dip seviyesinden toparlanarak 2024 yılında %5,3’e yükselmiş ve pandemi dönemindeki %5,0 zirvesinin üzerine çıkmıştır. Son beş yılda hastaneler, toplam sağlık harcamaları içerisindeki en büyük kalem olmayı sürdürmüş ve paylarını 2020 yılındaki %49 seviyesinden 2024 yılında %55’e yükseltmiştir. Aynı dönemde tıbbi ürünlerin payı %25’ten %20’ye gerilerken, ayakta sağlık hizmeti sunucularının payı yaklaşık %10–11 seviyelerinde yatay seyretmiştir. Bu eğilim özel hastane işletmecileri açısından önem taşımaktadır; zira sağlık harcamaları içerisinde hastane hizmetlerine yönelen pay artmaya devam etmektedir.

Tablo 31: Sağlık Harcamaları (milyar TL) ve Reel Büyüme (%)



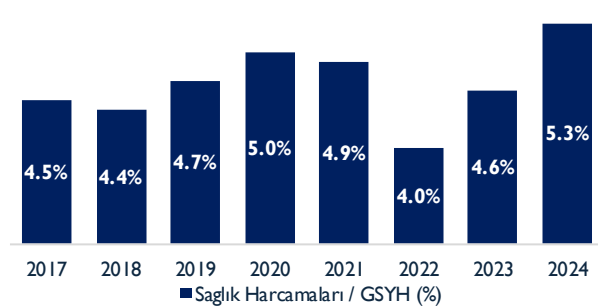
Kaynak: TÜİK

Tablo 32: Kişi Başı Sağlık Harcaması (ABD Doları)



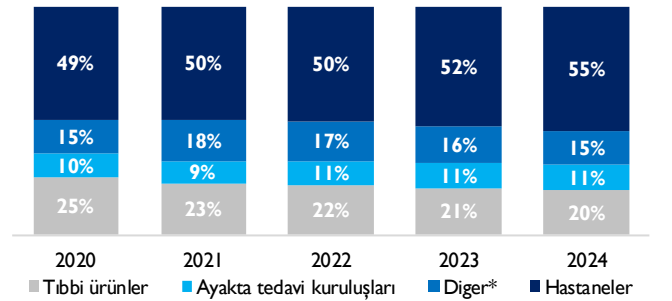
Kaynak: TÜİK

Tablo 33: Sağlık Harcamalarının GSYH’ye Oranı (%)



Kaynak: TÜİK

Tablo 34: Hizmet Sunucusuna Göre Sağlık Harcamaları, 2020-2024 (Toplam içindeki Pay, %)



Kaynak: TÜİK, (*)Diğer: Halk sağlığı programları, genel sağlık yönetimi ve sigortacılığı, bakım tesisleri ve yatırım harcamaları

Yorum: 2024 yılında kaydedilen reel sağlık harcaması büyümesi oldukça güçlü olsa da, aynı hızın önümüzdeki dönemde tekrarlanacağını varsaymıyoruz. Bununla birlikte, genel eğilimin hastane işletmecileri açısından destekleyici olmaya devam ettiğini düşünüyoruz.

Kişi başına sağlık harcamalarındaki artış, sağlık harcamalarının GSYH içindeki payındaki toparlanma ve hastanelerin toplam sağlık harcamaları içerisindeki payının yükselmesi, hastane bazlı sağlık hizmetlerine yönelik talebin güçlü seyrini koruduğuna işaret etmektedir. Özel hastane işletmecileri açısından temel fırsatın; daha yüksek katma değerli hizmetler, sigortalı hasta trafiği ve küçük ölçekli rakiplere kıyasla daha güçlü rekabetçi konumlanma sayesinde bu harcamalardan daha fazla pay almak olduğunu düşünüyoruz.

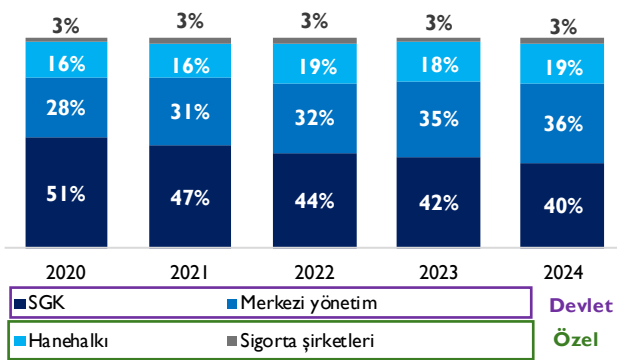
Sağlık Finansmanında Özel Sektörün Payı Kademeli Olarak Artıyor

Türkiye sağlık sistemi ağırlıklı olarak kamu tarafından finanse edilmeye devam etmekle birlikte, son yıllarda özel sektör kaynaklı finansmanın payı kademeli olarak artmıştır. SGK, sistem içerisindeki en büyük ödeme kurumu olmayı sürdürse de, toplam sağlık finansmanı içerisindeki payı 2020 yılındaki %51 seviyesinden 2024 yılında %40'a gerilemiştir. Aynı dönemde merkezi yönetimin payı ise %28'den %36'ya yükselmiş olup, bu durum doğrudan kamu sağlık harcamalarının sistem içerisindeki rolünün arttığına işaret etmektedir. Merkezi yönetim harcamaları; Sağlık Bakanlığı bütçesi, kamu hastaneleri, şehir hastaneleri ödemeleri ve kamu sağlık yatırımları dahil olmak üzere merkezi bütçeden doğrudan finanse edilen sağlık harcamalarını ifade etmektedir. SGK ise sosyal güvenlik geri ödeme sistemi üzerinden finanse edilen sağlık harcamalarını kapsamaktadır.

Özel sektör kaynaklı finansman içerisinde hanehalkı harcamaları en büyük paya sahip olmaya devam etmektedir. Hanehalklarının toplam sağlık harcamaları içerisindeki payı 2020 yılında %16 seviyesindeyken, 2024 yılında %19'a yükselmiştir. Sigorta şirketlerinin payı ise %3 ile hâlen görece sınırlı olmakla birlikte, tamamlayıcı ve özel sağlık sigortası penetrasyonundaki artışa paralel olarak önemi kademeli şekilde artmaktadır. Mutlak tutarlar açısından bakıldığında, sigorta şirketleri tarafından finanse edilen sağlık harcamaları 2023 yılında 31 milyar TL seviyesindeyken, 2024 yılında 66 milyar TL'ye yükselerek iki katından fazla artış göstermiştir.

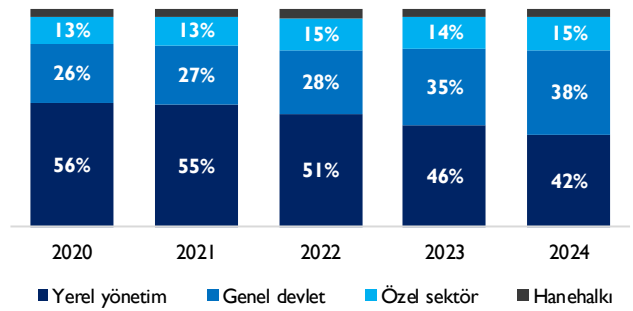
Benzer eğilim hastane harcamalarının finansman yapısında da görülmektedir. SGK'nın hastane finansmanı içerisindeki payı 2020 yılında %56 seviyesindeyken, 2024 yılında %42'ye gerilemiştir. Aynı dönemde merkezi yönetimin payı ise %26'dan %38'e yükselmiştir. Hanehalkları, sigorta şirketleri ve diğer özel sektör kaynaklarını içeren özel sektör finansmanının hastane harcamaları içerisindeki payı da aynı dönemde %18'den %20'ye kademeli olarak yükselmiştir. Özel sektör finansmanı içerisinde hanehalkı harcamaları ağırlığını korurken, sigorta şirketlerinin payı da zaman içerisinde artmaya devam etmiştir.

Tablo 35: Sağlık Harcamalarının Finansman Dağılımı (% 2020-2024)



Kaynak: TÜİK

Tablo 36: Sağlık Harcamalarının Finansman Dağılımı (Hastane Harcamaları içindeki Pay, %)



Kaynak: TÜİK

Yorum: Özel sektör kaynaklı sağlık finansmanındaki kademeli artış ve SGK'nın hastane harcamaları içerisindeki payındaki gerileme, uzun vadede özel hastane işletmecileri açısından daha olumlu bir hasta karmasına işaret etmektedir. SGK sağlık sistemi

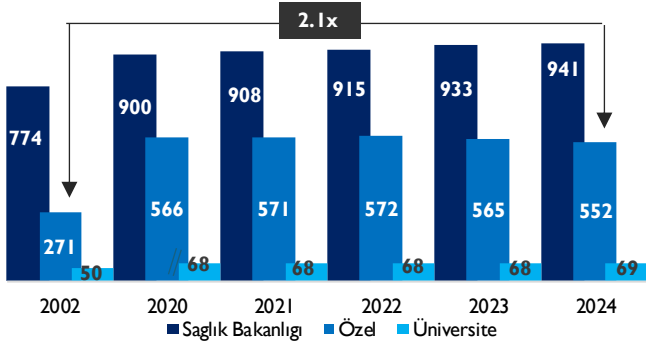
içerisindeki en büyük finansman kaynağı olmayı sürdürse de, özel sağlık sigortası penetrasyonundaki artış ve hanehalkı sağlık harcamalarındaki yükseliş, özel hastaneler açısından daha yüksek marjlı gelir kanallarına doğru kademeli bir geçişi desteklemektedir.

Türkiye Özel Hastane Sektörü: Büyüyor, Ancak Potansiyelinin Hâlâ Gerisinde

Türkiye'nin özel hastane sektörü son yirmi yılda önemli ölçüde büyümüş olup, özel hastane sayısı 2002 yılında 271 seviyesindeyken 2024 yılında 552'ye yükselmiştir. Ancak son yıllarda daha dikkat çekici olan eğilim, özel sektörün toplam hastane sistemi içerisindeki payının yatay seyretmesi ve hafif gerilemesidir. 2020–2024 döneminde özel sektörün toplam hastane sayısı içerisindeki payı %36,9'dan %35,3'e gerilerken, toplam yatak kapasitesi içerisindeki payı da %21,1'den %20,3'e düşmüştür. Aynı dönemde kamu hastanelerinin toplam yatak kapasitesi içerisindeki payı, büyük ölçekli kamu sağlık yatırımları ve şehir hastaneleri projelerinin desteğiyle %62,5'ten %63,3'e yükselmiştir.

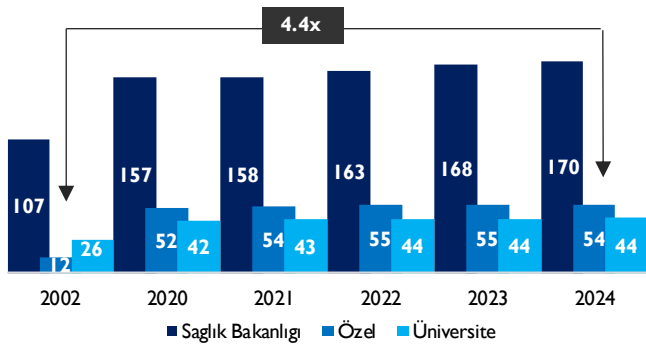
Özel hastaneler toplam hastane sayısının yaklaşık %35'ini oluşturmasına rağmen, toplam yatak kapasitesinin yalnızca %20'sini işletmektedir. Bu durum, kamu hastanelerine kıyasla daha parçalı bir yapıya ve daha düşük ortalama tesis büyüklüğüne işaret etmektedir. Bununla birlikte, özel hastaneler daha yüksek karmaşıklığındaki sağlık hizmetlerinde önemli bir rol üstlenmektedir. Türkiye'deki ameliyathanelerin %42'si ve yoğun bakım yataklarının %33'ü özel hastaneler tarafından işletilmektedir. Bu durum, sektörün iş modelinin geniş ölçekli yatan hasta kapasitesinden ziyade cerrahi işlemler, kritik bakım hizmetleri ve daha yüksek katma değerli sağlık hizmetlerine odaklandığını göstermektedir.

Tablo 37: Sektöre Göre Hastane Sayısı, 2002-2024



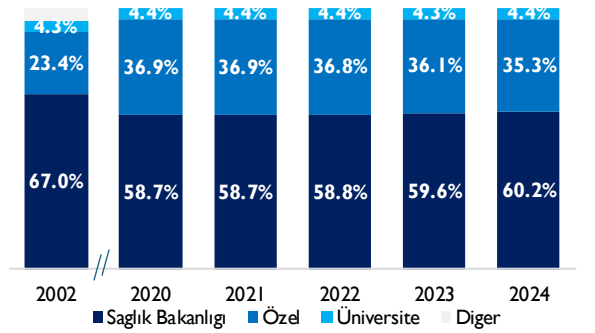
Kaynak: Sağlık Bakanlığı Sağlık Hizmetleri Genel Müdürlüğü

Tablo 39: Sektöre Göre Hastane Yatak Sayısı (Bin), 2002-2024



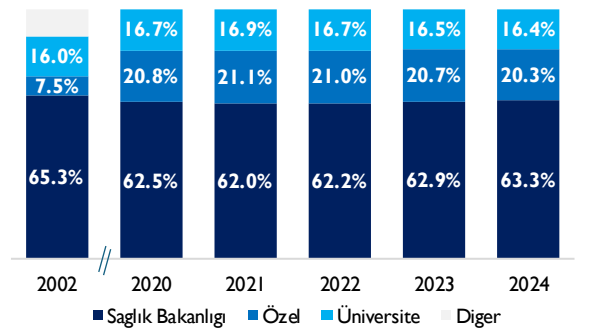
Kaynak: Sağlık Bakanlığı Sağlık Hizmetleri Genel Müdürlüğü

Tablo 38: Sektöre Göre Hastane Sayısı Dağılımı (%), 2002-2024



Kaynak: Sağlık Bakanlığı Sağlık Hizmetleri Genel Müdürlüğü

Tablo 40: Sektöre Göre Hastane Yatak Sayısı Dağılımı (%), 2002-2024



Kaynak: Sağlık Bakanlığı Sağlık Hizmetleri Genel Müdürlüğü

Özel hastanelerdeki %48,9'luk yatak doluluk oranı, kamu hastanelerindeki %62,0 seviyesine kıyasla ilk bakışta kapasite kullanımının daha düşük olduğuna işaret ediyor gibi görünmektedir. Ancak özel hastanelerde yatak başına yıllık hasta sayısı 65,7 ile kamu

hastanelerindeki 48,7 seviyesinin belirgin şekilde üzerindedir. Ayrıca ortalama yatış süresi özel hastanelerde 2,7 gün iken, kamu hastanelerinde 4,6 gün seviyesindedir. Bu göstergeler birlikte değerlendirildiğinde, özel hastanelerin daha yüksek hasta devir hızına ve daha kısa yatış sürelerine sahip olduğu görülmektedir. Dolayısıyla daha düşük yatak doluluk oranı, tek başına daha zayıf kapasite kullanımı olarak yorumlanmamalıdır.

Tablo 41: Sektöre Göre Hastane Operasyonel Göstergeleri, 2024

	Kamu	Üni.	Özel
Yatak doluluk (%)	62.0	65.0	48.9
Yatak devir hızı	48.7	46.1	65.7
Ortalama Kalış Süresi (gün)	4.6	5.1	2.7

Kaynak: Sağlık Bakanlığı Sağlık Hizmetleri Genel Müdürlüğü

Altyapı dağılımı da bu görüşü desteklemektedir. Özel hastaneler, toplam yatak kapasitesi içerisindeki paylarına kıyasla ameliyathane ve yoğun bakım yataklarında belirgin şekilde daha yüksek bir paya sahiptir. Bu tablo, özel hastanelerin genel yatak kapasitesinden ziyade cerrahi işlemler ve yoğun bakım gibi daha yüksek katma değerli sağlık hizmetlerinde daha güçlü konumlandığını göstermektedir.

Tablo 42: Sektöre Göre Hastane Altyapısı, 2024

Gösterge	Kamu	Üniversite	Özel	Toplam
Ameliyathane	972	164	826	1,962
Yoğun Bakım Yatağı	24,955	7,148	16,113	48,216
Toplam Yatak	169,834	44,131	54,394	268,359

Kaynak: Sağlık Bakanlığı Sağlık Hizmetleri Genel Müdürlüğü

Tablo 43: Sektöre Göre Hastane Altyapısının Dağılımı (%), 2024

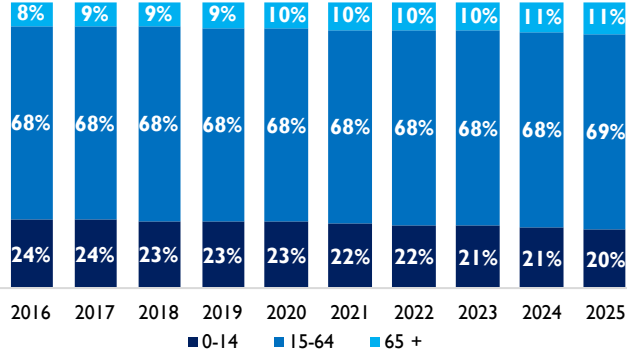
Gösterge	Kamu %	Üniversite %	Özel %
Ameliyathane	49.5%	8.4%	42.1%
Yoğun Bakım Yatağı	51.7%	14.8%	33.4%
Toplam Yatak	63.3%	16.4%	20.3%

Kaynak: Sağlık Bakanlığı Sağlık Hizmetleri Genel Müdürlüğü

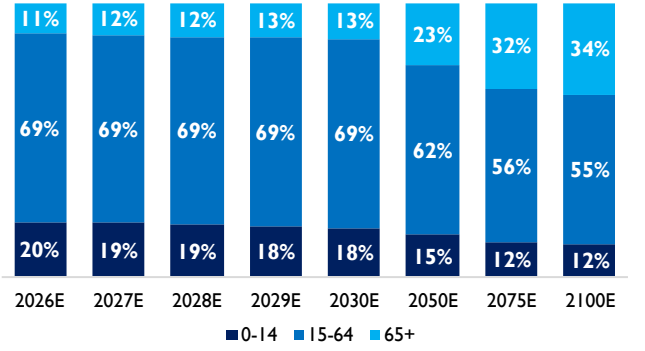
Yorum: Özel sektörün toplam hastane kapasitesi içerisindeki payı son yıllarda genel olarak yatay seyretmiş olsa da, özel hastaneler sağlık sistemi içerisinde görece uzmanlaşmış bir konuma sahip olmaya devam etmektedir. Daha yüksek hasta devir hızı, daha kısa ortalama yatış süreleri ve toplam yatak kapasitesindeki payının üzerinde bir ameliyathane ve yoğun bakım kapasitesi payına sahip olması, özel hastanelerin daha karmaşık ve potansiyel olarak daha yüksek katma değerli sağlık hizmetlerinde öne çıktığına işaret etmektedir.

Türkiye Nüfusu Yaşlanıyor, Yaşlı Nüfus Daha Uzun Yaşıyor

Türkiye'nin demografik yapısı, sağlık hizmetlerine olan talep açısından önemli sonuçlar doğuracak şekilde değişmektedir. 65 yaş ve üzeri nüfusun toplam nüfus içerisindeki payı 2016 yılında %8 seviyesindeyken, 2025 yılında %11'e yükselmiştir. TÜİK projeksiyonları bu eğilimin önümüzdeki dönemde hızlanarak devam edeceğine işaret etmektedir. Buna göre 65 yaş ve üzeri nüfusun toplam nüfus içerisindeki payının 2030 yılında %13'e, 2050 yılında %23'e ve 2100 yılında %34'e ulaşması beklenmektedir. Mutlak rakamlar açısından bakıldığında ise Türkiye'de yaşlı nüfusun sayısı hızla artmaktadır.

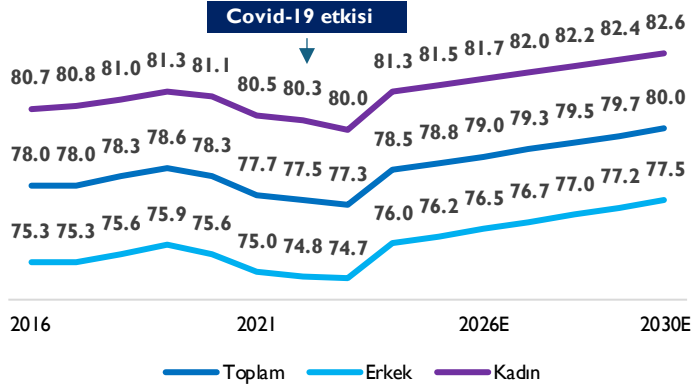
Tablo 44: Yaş Gruplarına Göre Nüfus Dağılımı (%), 2016-2025


Kaynak: TÜİK

Tablo 45: Yaş Gruplarına Göre Nüfus Projeksiyonu (%), 2026T-2100T


Kaynak: TÜİK

Aynı zamanda Türkiye’de ortalama yaşam süresi beklentisi artmaya devam etmekte olup, doğu’da beklenen yaşam süresi 2016 yılında 78,0 yıl seviyesindeyken 2025 yılında 78,8 yıla yükselmiştir. Projeksiyonlar bu göstergenin 2030 yılında 80 yıla ulaşacağına işaret etmektedir. Bu durum, yalnızca yaşlı nüfusun sayısının artması değil, bireylerin yaşlılık döneminde geçirdiği sürenin de uzaması anlamına gelmektedir. Başka bir ifadeyle, bireyler 65 yaş ve üzeri nüfus grubuna daha erken dahil olmakta ve bu grupta daha uzun süre kalmaktadır. Toplam doğurganlık oranının 2000 yılındaki 2,53 seviyesinden 2025 yılında 1,44’e gerilemesiyle birlikte değerlendirildiğinde, bu eğilim nüfusun yaşlanmasına yönelik yapısal dönüşümü daha da güçlendirmektedir. Sonuç olarak, özellikle kronik hastalıklar ve yaşa bağlı sağlık hizmetleri başta olmak üzere, sağlık hizmetlerine yönelik talep tabanının sürdürülebilir şekilde genişlediğini düşünüyoruz.

Tablo 46: Beklenen Yaşam Süresi (Yıl), 2016-2030T


Kaynak:TÜİK

Tablo 47: Toplam Doğurganlık Hızı, 2000-2025


Kaynak: TÜİK

Yorum: Türkiye’deki demografik dönüşümün sağlık hizmetlerine olan talep açısından uzun vadeli yapısal bir destek unsuru oluşturduğunu düşünüyoruz. Yaşlanan nüfus yapısının, özel hastane işletmecileri açısından hasta hacimlerinin ve kapasite kullanımının sürdürülebilir şekilde büyümesini destekleyeceğine inanıyoruz.

IÇ26 Değerlendirme

Güçlü FAVÖK marjı genişlemesi devam etti; net kar beklentilerin belirgin üzerinde gerçekleşti: MLP Sağlık (MPARK TI, AI) IÇ26'da TL16.3 milyar gelir (+%6 y/y; Ünlü: TL16.1 milyar; Konsensus: TL16.0 milyar), TL4.8 milyar FAVÖK (+%25 y/y; Ünlü: TL4.5 milyar; Konsensus: TL4.5 milyar) ve TL1.67 milyar net kar (+%9 y/y; Ünlü: TL1.0 milyar; Konsensus: TL1.2 milyar) açıkladı. Gelirler beklentilerle büyük ölçüde uyumlu gerçekleşirken, FAVÖK güçlü marj genişlemesinin desteğiyle tahminlerin %6-7 üzerinde geldi. Net kar da güçlü operasyonel kârlılık, yüksek parasal kazançlar ve ertelenmiş vergi gelirinin desteğiyle beklentilerin belirgin üzerinde gerçekleşti.

- MLP Sağlık'ın gelirleri IÇ26'da yıllık %5.7 arttı. Büyüme hem yurt içi hasta gelirleri hem de sağlık turizmi gelirleri tarafından desteklendi. Toplam gelirlerin yaklaşık %90'ını oluşturan yurt içi hasta gelirleri yıllık %5.6 arttı. Yatan hasta gelirleri, hasta hacmindeki %2.0 artış ve ortalama protokol başına gelirdeki (ARPP) %2.3 yükselişin desteğiyle yıllık %4.4 büyüdü. Ayaktan hasta gelirleri ise ağırlıklı olarak ortalama ziyaret başına gelirdeki (ARPV) %6.2 artış sayesinde yıllık %6.9 yükselirken, ayaktan hasta hacmi %0.6 arttı. Sağlık turizmi gelirleri, yabancı hasta sayısındaki artışın desteğiyle yıllık %4.0 büyüdü. Diğer yan iş kolları gelirleri ise üniversite hastanelerinden elde edilen yönetim danışmanlığı gelirlerindeki artışın etkisiyle yıllık %12.2 arttı. Ödeme tipi tarafında, özel sigorta hastalarının toplam gelirler içindeki payı yaklaşık %51 seviyesinde korunurken, Aralık 2025'te yapılan SUT güncellemesinin ardından SGK hastalarının payı çeyrek bazda yaklaşık 2 puan arttı. Bu artış ağırlıklı olarak self-pay hasta payındaki düşüşten kaynaklandı.
- FAVÖK marjı IÇ26'da yıllık 460 baz puan artışla %29.6 seviyesine yükseldi. Marjdaki iyileşme, olumlu hasta ve ödeme tipi miksinin yanı sıra devam eden operasyonel verimlilik uygulamalarıyla desteklendi. Marj genişlemesinde, personel, malzeme ve dışarıdan sağlanan hizmet giderlerinin gelirler içindeki payındaki düşüş etkili oldu. Personel giderlerinin gelirler içindeki payı verimlilik uygulamalarının desteğiyle yıllık 176 baz puan gerilerken, malzeme giderleri etkin stok yönetimi ve iyileşen hasta miksinin katkısıyla 119 baz puan düştü. Dışarıdan sağlanan hizmet giderleri de temizlik, yemek ve güvenlik gibi hizmetlerin kademeli olarak şirket bünyesine alınmasının etkisiyle 35 baz puan geriledi. Doktor giderlerinin gelirler içindeki payı yıllık 41 baz puan düşmesine rağmen, bordrolu hekim modeline geçiş sürecinin etkisiyle doktor giderleri nominal bazda artmaya devam etti.
- Net kar IÇ26'da yıllık %9 artışla TL1.67 milyara yükselirken, beklentilerin belirgin üzerinde gerçekleşti. Güçlü operasyonel kârlılığın yanı sıra enflasyon muhasebesi kaynaklı yüksek parasal kazançlar ve ertelenmiş vergi geliri net karı destekledi. Net finansal giderlerdeki artışa rağmen, net parasal kazançlar yıllık %20 artışla TL1.0 milyara yükseldi. Vergi giderleri ise geçen yılın aynı dönemine göre belirgin şekilde gerileyerek ertelenmiş vergi gelirinin etkisiyle net karı destekledi.
- Toplam yatırım harcamaları IÇ26'da TL1.8 milyar seviyesine gerilerken (IÇ25: TL1.9 milyar), capex/satışlar oranı %12.2'den %10.9'a düştü. Bakım yatırımları gelirlerin %3.6'sını oluştururken, greenfield projeler ve satın alınan hastanelere yönelik genişleme yatırımları gelirlerin %7.3'üne karşılık geldi. Greenfield yatırımlarının gelirler içindeki payındaki gerileme, 2025'teki yüksek yatırım döngüsünün ardından yatırım yoğunluğunda kısmi bir normalizasyona işaret etmektedir.
- Net Borç/FAVÖK oranı devam eden yatırımlara rağmen IÇ26'da 0.8x seviyesinde yatay kalırken, IFRS 16 hariç oran 0.4x seviyesinde gerçekleşti.

Tablo 48: MLP Sağlık IÇ26 Sonuç Değerlendirmesi

TLm	IÇ25	4Ç25	IÇ26	y/y	ç/ç	Beklentiler		% Sapma		2024	2025	y/y
						Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa			
Net satış	15,382	15,586	16,252	6%	4%	16,104	16,030	1%	1%	57,167	60,624	6%
FAVÖK	3,853	4,862	4,810	25%	-1%	4,509	4,518	7%	6%	14,696	16,867	15%
FAVÖK marjı	25.0%	31.2%	29.6%	4.6pp	-1.6pp	28.0%	28.2%			25.7%	27.8%	2.1pp
Net kar	1,531	1,413	1,668	9%	18%	1,035	1,196	61%	39%	7,504	6,093	-19%
Net marj	10.0%	9.1%	10.3%	0.3pp	1.2pp	6.4%	7.5%			13.1%	10.0%	-3.1pp

Kaynak: Rasyonet

Bahsi geçen şirketler
MLP Sağlık (MPARK.IS, Tavsiye: Al)

Beyan Eki

Bu araştırma raporundaki bilgiler ve görüşler **ÜNLÜ Menkul Değerler A.S ("ÜNLÜ & Co")** tarafından hazırlanmıştır.

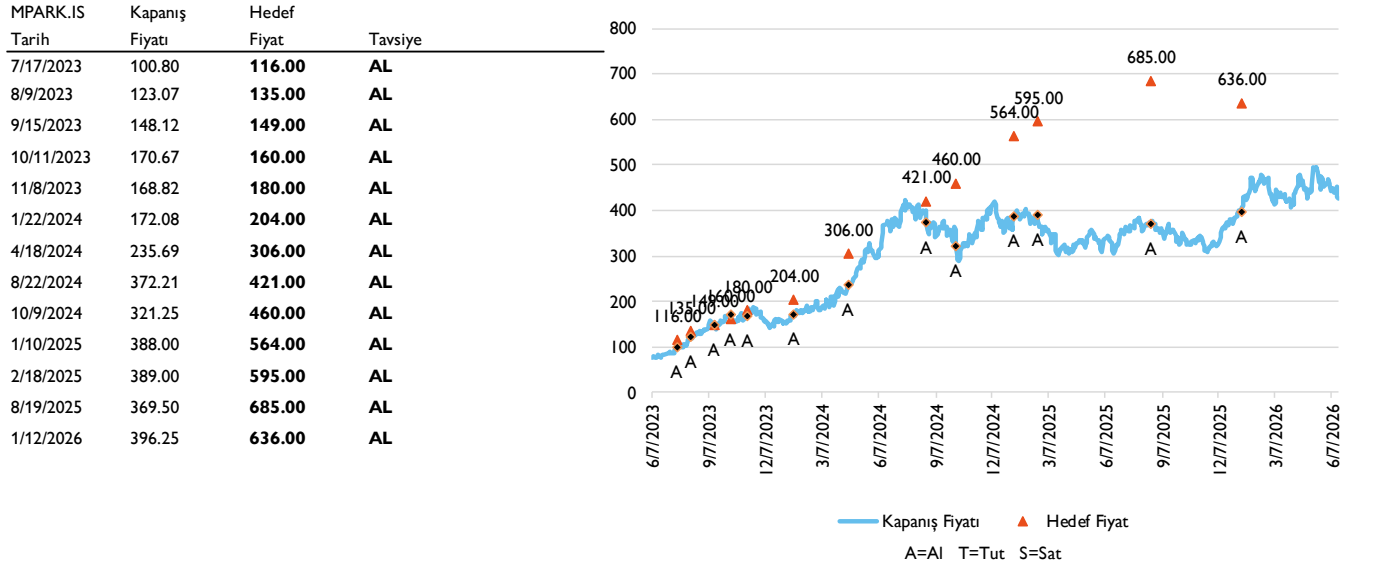
Önemli açıklamalar için, işbu raporun konusu olan şirketler ile ilgili hisse senedi fiyat grafikleri ve derecelendirme geçmişleri ile ilgili olarak, +90 212 367 3636 numaralı telefondan ÜNLÜ & Co Araştırma ile irtibata geçmeniz rica olunur.

Değerlendirme metodolojisi ve bu araştırma raporunda atıfta bulunulan fiyat hedefleriyle ilişkili riskler konusunda, belirli bir hisse senedi konusunda değerlendirme metodolojisi ve riskler ile ilgili bir talepler için UNLUResearch@unluco.com adresine e-mail göndermeniz rica olunur.

Esra Demiroğlu işbu vesileyle analiz edilen şirketler veya menkul kıymetlerle ilgili olarak, (1) işbu raporda ifade edilen görüşlerin, söz konusu şirketler ve menkul kıymetlerin tamamı hakkındaki kişisel görüşlerini doğru şekilde yansıttığını ve (2) ücretlerinin hiçbir bölümünün, işbu raporda ifade edilen spesifik tavsiye veya görüşlerle doğrudan veya dolaylı olarak ilgili olmadığını, bulunmadığını ve olmayacağını onaylamaktadır(lar).

Tam şirket unvanları için Bahsi Geçen Şirketler bölümüne bakınız.

3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Serisi MPARK.IS



ÜNLÜ Menkul hisse derecelendirmeleri dağılımı:

Yayınlanma tarihinde derecelendirme dağılımı	Al	Tut	Sat	Kısıtlı
Tüm derecelendirmeler (%)	71	27	2	0

Analistin hisse derecelendirmeleri aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır*:

Al (B): Hissenin toplam getirisinin*, önümüzdeki 12 aylık sürede % 20'den daha fazla (veya kabul edilen riske bağlı olarak daha fazla) olması beklenmektedir.

Tut (H): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10-20 aralığında olması beklenmektedir.

Sat (S): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10'dan daha az olması beklenmektedir.

Kapsanmamaktadır: ÜNLÜ & Co Araştırması, ihracçıyı kapsamamakta veya ihracçı veya onunla ilgili menkul kıymetler konusunda bir yatırım görüşü sunmamaktadır. ÜNLÜ & Co'nun kapsamadığı menkul kıymetler veya şirketler hakkında, Araştırma'dan gelen herhangi bir iletişim halka açık bilgi veya konsensüs tahminlerinin bir analizine dayalı olarak oluşturulan gerçeğe dayalı veya makul, maddi olmayan bir çıkarım niteliğindedir.

Hedef Fiyat: TRY705.0 (MPARK.IS)

Metod: İNA & Çarpan Analizi

Riskler: Beklenenden düşük SUT/TTB güncellemeleri , Doktor bordro sisteminin marjlar üzerindeki etkisinin beklenenden yüksek olması , Greenfield projelerde gecikmeler, Sağlık sigortası penetrasyonunda beklenenden zayıf seyir

*Toplam getiri, hisse senedinin beklenen Sermaye Değerlendirmesi ve beklenen Temettü Getirisinin toplamı olarak hesaplanmaktadır.

*ÜNLÜ & Co Küçük ve Orta Büyüklükteki Danışman hisseleri: Hisse derecelendirmeleri Borsa İstanbul A.Ş. ("BIST") endeksine ilişkindir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası, araştırma raporlarını, söz konusu şirket, sektör veya araştırma raporunda ifade edilen görüşler veya kanaatler üzerinde önemli bir etkiye sahip olabilecek nitelikteki pazar ile ilgili gelişmelere dayalı olarak güncellemektir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası sadece tarafsız, bağımsız, açık, gerçekçi olan ve yanıltıcı olmayan bir yatırım araştırması yayımlamaktır. Daha fazla ayrıntı için, Çıkar Çatışmalarının Yönetimi Politikasını incelemeniz rica olunur.

Olası Çıkar Çatışmaları Sınıflandırmaları için lütfen tıklayınız.

Şirket	Sınıflandırma
MLP Sağlık	Çıkar çatışması bulunmamaktadır.

Uyarı ve Gizlilik Notu

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. ("ÜNLÜ & Co"), Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") tarafından yetkilendirilmiş ve SPK düzenlemelerine tabi bir kurumdur. Bu rapor, ÜNLÜ & Co tarafından hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgiler ve diğer kaynaklardan temin edilen bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup ÜNLÜ & Co tarafından denetlenmemiş veya bağımsız olarak doğrulanmamıştır. Bu raporda yer alan bilgilerin eksiksiz olduğu iddiası bulunmadığı gibi bilgilerin her zaman değişikliğe uğrayabileceği de göz önüne alınmalıdır.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeler, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. SPK mevzuatı gereğince, yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. ve yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Söz konusu görüşler herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olmayıp Yatırımcılar'ın mali durumu ile risk ve getiri tercihlerine de uygun olmayabilir. Bu sebeple, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı alınması, beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Zarara uğramamak için gerekli basiret, dikkat ve özen gösterilmelidir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımından dolayı ve burada yer alan görüşlere dayanarak Yatırımcılar'ın ve üçüncü tarafların işlem yapması durumunda uğranılacak maddi ve manevi zararlardan ÜNLÜ & Co ve ÜNLÜ & Co çalışanları sorumlu değildir ve bu konuda ÜNLÜ & Co'dan herhangi bir talepte bulunulamaz.

İşbu raporda sunulan bilgi, araç ve materyaller tarafınıza sadece bilgilendirme amaçlı olarak sunulmakta olup menkul kıymetlerin veya diğer finansal araçların satma veya satın alma veya sözü edilenler için iştirak taahhüdünde bulunulması ile ilgili bir teklif veya talep olarak kullanılmamalı veya dikkate alınmamalıdır. ÜNLÜ & Co işbu raporda belirtilen menkul kıymetlerin belirli herhangi bir yatırımcı açısından uygun olmasını temin etmek adına herhangi bir adım atmış olmayabilir. ÜNLÜ & Co bu belgenin alıcılarını, raporu almaları dolayısıyla müşterileri olarak ele almayacaktır. İşbu raporda ihtiva edilen veya belirtilen yatırım veya hizmetler tarafınız açısından uygun olmayabilir ve söz konusu yatırımlar veya yatırım hizmetleri konusunda herhangi bir şüpheniz varsa, bağımsız yatırım danışmanınıza başvurmanız tavsiye edilmektedir. İşbu rapordaki hiçbir şey, herhangi bir yatırım veya stratejinin, münferit durumunuza uygun veya uyumlu olduğuna dair herhangi şekilde yatırım, hukuk, muhasebe veya vergi konularında bir tavsiye veya bir beyan teşkil etmediği gibi bunun dışında tarafınıza yönelik kişisel bir tavsiye de teşkil etmemektedir. ÜNLÜ & Co, yatırımın vergi sonuçları konusunda bir tavsiyede bulunmamakta olup bağımsız vergi danışmanınızla irtibat kurmanız tavsiye olunmaktadır. Vergilendirme matrahı ve seviyelerinin değişiklik gösterebileceğine bilhassa dikkat ediniz.

ÜNLÜ & Co işbu raporun Beyan Ekinde bulunan bilgi ve görüşlerin doğru ve tam olduğuna inanmaktadır. Raporun diğer bölümlerinde sunulan bilgi ve görüşler, ÜNLÜ & Co'nun, güvenilir olduğuna inandığı kaynaklardan elde edilmiş veya alınmış olmakla birlikte ÜNLÜ & Co söz konusu bilgi ve görüşlerin doğruluğu veya tamlığı konusunda hiçbir beyanda bulunmamaktadır. İlave bilgiler talep üzerine mevcut bulundurulmaktadır. ÜNLÜ & Co, söz konusu sorumluluk sınırlamasının, ÜNLÜ & Co'nun tabi olduğu spesifik mevzuat veya yönetmelikler altında sorumluluğun ortaya çıkması dışında, işbu raporda sunulan materyalin kullanımından kaynaklanan zararlar dolayısıyla hiçbir sorumluluk kabul etmemektedir. İşbu rapora bağımsız kararın yerine geçmek üzere güvenilmemelidir. ÜNLÜ & Co söz konusu menkul kıymet konusunda bir alım satım çağrısı yapmış olabileceği gibi gelecekte de yapabilir. İlave olarak, ÜNLÜ & Co işbu raporda sunulan bilgilerle tutarsız veya işbu raporda sunulan bilgilerden farklı sonuçlara ulaşan başkaca raporlar çıkarmış olabileceği gibi gelecekte de çıkarabilecektir. Söz konusu raporlar, söz konusu raporları hazırlayan analistlerin farklı varsayımları, görüşleri ile analitik yöntemlerini yansıtmakta olup ÜNLÜ & Co söz konusu raporların bu raporun herhangi bir alıcısının dikkatine getirilmesini temin etme yükümlülüğü altında bulunmamaktadır. ÜNLÜ & Co işbu raporda zikredilen şirketleri ilgilendiren birçok işe dahil olmaktadır.

Araştırmada bahsedilen herhangi bir şirket veya ihraççı veya menkul kıymetler veya pazarlar yahut da gelişmelerin açıklamalarının tam olması amaçlanmamaktadır. Araştırma, alıcılar tarafından, Araştırma konusu belirli herhangi bir alıcının belirli yatırım amaçları, finansal durumu veya belirli ihtiyaçları ile ilgili olmadığı için kendi kanaatlerinin uygulanmasının bir ikamesi olarak ele alınmamalıdır.

Geçmiş performans gelecekteki performansın bir göstergesi veya garantisi olarak kabul edilmemelidir ve gelecek performans konusunda açık veya zımni hiçbir beyan veya garantide bulunulmamaktadır. İşbu raporun içerdiği bilgi, görüşler ve tahminler ÜNLÜ & Co tarafından yayımlandığı ilk tarihteki düşünceyi yansıtmakta olup bildirimde bulunulmaksızın değişikliğe tabidir. İşbu raporda zikredilen menkul kıymetler veya finansal araçların herhangi birinin fiyatı, değeri veya geliri artabileceği gibi düşüş de gösterebilir. Menkul kıymetlerin veya finansal araçların değerleri kurdaki dalgalanmalara tabi olup bunlar söz konusu menkul kıymetlerin veya finansal araçların fiyatı veya gelirleri üzerinde olumlu veya olumsuz etkiye sahip olabilirler. Amerikan Depo Sertifikası (“ADR”) gibi değerleri kur dalgalanmasıyla etkilenen menkul kıymetlerin yatırımcıları bu riski etkin şekilde üstlenmektedir.

ÜNLÜ & Co, kendi Araştırma Analistleri ile bilhassa Yatırım Bankacılığı işi olmak üzere, kendi bünyesindeki diğer iş birimleri ve onların hissedarlarının iş birimleri arasındaki bilgi bariyerlerini korumaktadır. ÜNLÜ & Co analistleri, strateji uzmanları ve ekonomistlerinin ücretleri ÜNLÜ & Co veya hissedarları tarafından gerçekleştirilen Yatırım Bankacılığı veya Sermaye Piyasaları işlemleriyle bağlantılı değildir. ÜNLÜ & Co araştırmasında sunulan bilgi ve görüşler yatırım bankacılığı personeli dâhil diğer ÜNLÜ & Co iş alanlarındaki profesyoneller tarafından gözden geçirilmiş olmayıp söz konusu profesyonellerce bilinen bilgileri yansıtmayabilir.

İşbu rapor, internet sitelerine bağlantı adresleri ve internet sitelerine köprüler saplayabilir. Raporun, ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline atıfta bulunduğu durumlar hariç olmak üzere, ÜNLÜ & Co adres verilen siteyi gözden geçirmemiş olup söz konusu sitenin içeriklerden dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Söz konusu adres veya köprü adresleri (ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline adresler veya köprüler dâhil olmak üzere) sadece size kolaylık ve bilgi sağlama açısından sunulmakta olup bağlantı verilen sitenin bilgileri ve içerikleri hiçbir surette işbu belgenin parçasını teşkil etmemektedir. İşbu rapor vasıtasıyla söz konusu internet sitesine erişim veya verilen söz konusu bağlantı adresini takip etmenin riski tarafınıza ait olacaktır.

İşbu belge, herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet teşkil etmemekte veya herhangi bir menkul kıymet için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet olarak yorumlanmamalıdır. Herhangi bir teklifteki menkul kıymetler için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir teklifteki menkul kıymetleri satın alma ile ilgili herhangi bir karar, münhasıran izahnamede (ve eklerinde) veya diğer teklifle bağlantılı olarak çıkarılan diğer izahname belgesinde yer alan bilgiler temelinde yapılmalıdır.

ÜNLÜ & Co güvene dayalı bir ilişki veya bir tavsiye oluşturmamaktadır ve bu Araştırma, menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifi veya menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifinin teşviki veya yatırım faaliyetiyle ilgilenme daveti veya yönlendirmesi olarak yorumlanmamalıdır; bu Araştırmaya, belirli herhangi bir işlemin muhakkak surette belirtilen fiyattan yapılmış olabileceğinin veya gerçekleştirilebileceğinin bir beyanı olarak istinat edilmemelidir.

Lütfen, bu raporun, ÜNLÜ & Co tarafından esasen piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşterilere dağıtım için hazırlanmış olduğuna dikkat ediniz. ÜNLÜ & Co'nun bu raporunun, piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşteriler olmayan alıcılarının bu rapora dayalı olarak herhangi bir yatırım kararı almadan önce veya içeriklerinin gerekli açıklaması açısından kendi bağımsız finansal danışmanlarından tavsiye almaları gerekmektedir.

ÜNLÜ & Co bir BIST üyesidir.