

22 Nisan 2025

Tınaztepe

Ziyaret Notu

Tınaztepe Sağlık Hizmetleri (Tınaztepe), İzmir, Türkiye merkezli bir sağlık hizmetleri sağlayıcısıdır. Şirket, bölgede geniş bir hasta kitlesine hizmet veren üç hastane ve bir tıp merkezi işletmektedir. Temel sağlık hizmetleri faaliyetlerine ek olarak, Tınaztepe, yıllar içinde biriktirilen gayrimenkul portföyüyle İzmir'in değer kazanan emlak piyasasına da yatırım olanağı sunmaktadır. Bazıları şu anda gelişim projeleriyle ticarileştirilen bu varlıklar şirketin uzun vadeli değer teklifine farklı bir boyut katmaktadır.

- **Büyümenin Temelini Oluşturan Dört Tesislik Ağ:** Tınaztepe, İzmir genelinde dört sağlık tesisi işletmektedir ve bu tesisler, poliklinik hizmetleri, tam hizmet veren hastaneler ve uluslararası tıbbi turizmi bir araya getirmektedir. Grubun ilk tesisi, 2001 yılında poliklinik merkezi olarak açılan ve 25 kısa-sürekli yatak kapasitesine sahip **Buca Tıp Merkezi**'dir. 2010 yılında grup, Buca'da 111 yataklı, geniş tıbbi ve cerrahi hizmetler sunan **Özel Tınaztepe Hastanesi**'ni açarak genişlemiştir. 2019 yılında Bayraklı'da, 110 yatak kapasitesine sahip, radyoterapi ve nükleer tıp gibi modern imkanlarla donatılmış **Özel Tınaztepe Galen Hastanesi** açılmıştır. 2023 yılında grup, 75 yatak kapasitesine sahip **Tınaztepe Torbalı Hastanesi**'ni satın alarak ağını genişletmiştir. Tüm hastaneler SGK ile sözleşmeli olup, uluslararası tıbbi turizm için lisanslanmıştır.

Galen Hastanesi, Tınaztepe Hastanesi gibi üçüncü basamak sağlık hizmeti sağlayıcısı olarak konumlandırılması ve üniversite ile olan iş birliğine ek olarak daha kompleks vaka karması ve yüksek cerrahi kapasitesi sayesinde Tınaztepe'nin büyüme lokomotifleri olarak öne çıkmıştır. 2024 yılında Galen'in geliri (2024 gelirlerinin %53'ü) yıllık bazda %28 artarken, Tınaztepe (2024 gelirlerinin %30'u) ve Buca (2024 gelirlerinin %10'u) hastanelerinin gelirleri %4 artmış, Torbalı Hastanesi'nin geliri (2024 gelirlerinin %5'i) ise %12 azalmıştır. Galen'in daha fazla genişlemesini desteklemek amacıyla bitişik bir arsanın satın alınması değerlendirilmektedir. Balçova hastane kompleksi faaliyete geçene kadar, Galen'in grubun temel büyüme motoru olmaya devam etmesi beklenmektedir.

- **Balçova Yeniden Gelişimi: En Stratejik Büyüme Alanı ve Gayrimenkul Değeri Potansiyeli:** Tınaztepe 2023 yılında Balçova'da 30,5 milyon USD'ye karma kullanımlı bir kompleks satın almıştır. Bu varlık, küçük bir alışveriş merkezi ve 176 odalı bir otelden oluşmaktadır; otel, uluslararası tıbbi turizme odaklanan bir hastane kompleksine dönüştürülecektir. Projenin 2027 ile 2028 yılları arasında tamamlanması planlanmaktadır. Hastane lisansları mevcut tesislerden devredilecek ve otel, yabancı hastaları ağırlayacak şekilde yeniden düzenlenecektir. Tam kapasiteye ulaştığında, yönetim bu kompleksin grup hastane gelirlerini iki katına çıkaracağına inanmaktadır. Faaliyete geçmeden bile, gayrimenkul değerlemesi 2024 ortasında 61,9 milyon USD olarak gerçekleştirilmiş olup, bu da güçlü bir değer artışına tekabül etmektedir. Kompleksin 2028'den itibaren gelire katkı sağlamaya başlaması beklenmektedir.

- **Gayrimenkule Yönelik Ek Pozisyonlar:** Tınaztepe'nin stratejik gayrimenkul varlıklarının gelecekteki büyüme potansiyelini desteklemesi beklenirken, bu varlıklar zaten değer artışı yoluyla önemli kazançlar sağlamıştır. Balçova kompleksi dışında, şirket, 442 konut ve 81 ofis içeren karma kullanımlı bir geliştirme projesinde pay sahibidir; bunlardan 111 konut birimi ve 24 ofis şirketin olacaktır. İnşaat, yerel ve şehir belediyeleri arasındaki hukuki anlaşmazlıklar nedeniyle geçici olarak durdurulmuş olsa da, bu sorunun çözümü kavuşması beklenmektedir ve proje tamamlanmaya yaklaşırsa değerlemenin artması olasıdır.

- **2030 Yılına Yönelik Hedefler ve Değerleme:** Tınaztepe'nin 2025-2030 hedefleri, 16% ortalama enflasyon beklentisine karşılık 41% ortalama gelir büyümesi (üçüncü basamak ödemeleri dikkate alınmadan) ve %36,6 FAVÖK marjı öngörmektedir. Şirket, finansal giderlerin önemli ölçüde düşmesini ve 2028 yılına kadar sıfıra inmesini beklerken, yüksek mevduat getirisiyle finansal gelirlerin istikrarlı bir şekilde artması öngörülmektedir. 2024 verilerine dayalı olarak, Tınaztepe halihazırda **6.5x** (gayrimenkul portföyüne göre düzeltilmiş, düzeltilmemiş 10.7x) FD/FAVÖK ve **6.0x** F/K oranıyla işlem görmektedir.

Tavsiye:

Araştırma Kapsamında Değil

Hedef Fiyat:

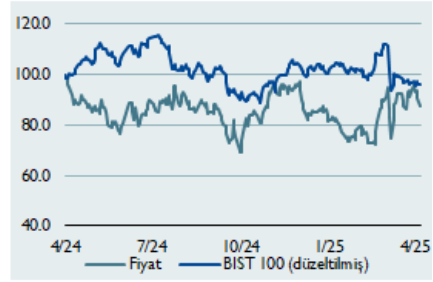
Yok

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

Hisse verileri

Hisse kodu	TNZTP.IS
Sektör	Sağlık Sektörü
Fiyat	TL 34.86
Piyasa değeri (TLm)	7.617
Şirket değeri (TLm)	7.795
Piyasa değeri (USDm)	200
Şirket değeri (USDm)	205
Günlük ortalama işlem değeri (USDm)	0.75
Halka açıklık (%)	22

BIST 100'e göre fiyat



BIST 100'e göre geçmiş performans (%)

Performans	1A	3A	12A
Mutlak (%)	17.1	6.8	-8.0
Endekse göre (%)	13.7	14.6	-4.4

Kaynak: BIST 100, UNLU & CO

Görelle fiyat grafiği 21 Nisan 2025 tarihinde 9.322 kapanan BIST 100 endeksinde karşı performansı ölçer.

Araştırma Analisti

Zekai Unal, CFA

zekai.unal@unluco.com

+90-212-367-3636

Ziyaret Notu

Equity Research | CEEMEA/Turkey

Performans Göstergeleri (TLm)	2020	2021	2022	2023	S12A
Net satışlar	202	310	1,075	1,896	2,188
FAVÖK	51	66	255	476	731
Net kar	37	66	266	1,188	1,260
Hisse başı kar	0.37	0.66	2.66	9.28	9.84
Hisse başı temettü	0.00	0.00	0.36	0.00	0.00
Temettü verimi (%)	n.a.	n.a.	n.a.	0.0	0.0
F/K (x)	n.a.	n.a.	n.a.	4.0	6.0
FD/FAVÖK (x)	n.a.	n.a.	n.a.	10.8	10.7

Değerleme Çarpanları	2020	2021	2022	2023	S12A
F/K (x)	n.a.	n.a.	n.a.	4.0	6.0
FD/FAVÖK (x)	n.a.	n.a.	n.a.	10.8	10.7
FD/Satışlar (x)	n.a.	n.a.	n.a.	2.7	3.7
Temettü verimi (%)	n.a.	n.a.	n.a.	0.0	0.0

Oran Analizi	2020	2021	2022	2023	S12A
Sermaye verimliliği (%)	22.7%	17.4%	22.5%	37.9%	25.3%
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	28.0%	17.8%	18.1%	8.6%	10.2%
Brüt marj (%)	27.3%	26.0%	23.2%	27.6%	36.2%
FAVÖK marjı (%)	25.1%	21.4%	23.8%	25.1%	33.4%
FVÖK marjı (%)	20.2%	17.6%	16.6%	14.6%	24.5%
Net kar marjı (%)	18.4%	21.3%	24.8%	62.7%	57.6%
Net borç/FAVÖK (x)	-0.7	-1.7	-1.1	0.8	0.2

Kar ve Zarar (TLm)	2020	2021	2022	2023	S12A
Net satışlar	202	310	1,075	1,896	2,188
Büyüme oranı (yıllık)	79%	53%	247%	76%	15%
Brüt kar	55	81	250	523	793
FAVÖK	51	66	255	476	731
Büyüme oranı (yıllık)	128%	31%	286%	86%	54%
FVÖK	41	54	179	276	536
Büyüme oranı (yıllık)	107%	33%	229%	54%	94%
Diğer gelir/gider	0	-17	-1	-31	-138
Finansman geliri/gideri ve parasal kazanç/kayıp	-5	22	57	-133	73
Vergi öncesi kar	46	73	298	1,377	1,758
Vergi	-9	-8	-32	-189	-498
Efektif vergi oranı	-20%	-10%	-11%	-14%	-28%
Azınlık payları	0	0	0	0	0
Net kar	37	66	266	1,188	1,260
Büyüme oranı (yıllık)	62%	77%	304%	346%	6%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	100	100	100	128	128
Hisse başı kar	0.37	0.66	2.66	9.28	9.84
Hisse başı temettü	0.00	0.00	0.36	0.00	0.00
Temettü ödeme oranı	0%	0%	14%	0%	0%

Nakit Akışı (TLm)	2021	2022	2023	S12A	Bilanço (TLm)	2021	2022	2023	S12A
FVÖK	54	179	276	536	Nakit	154	192	655	287
Amortisman ve itfa giderleri	12	77	200	195	Dönen varlıklar	226	507	1,055	775
İşletme sermayesindeki değişim	8	-16	-77	-31	Maddi duran varlıklar	480	1,514	5,085	3,122
Ödenen vergiler	-11	-41	-29	-49	Maddi olmayan duran varlıklar	0	0	2	1
Toplam yatırım harcaması	-10	-214	-177	-69	Duran varlıklar	500	1,721	5,365	6,215
Yatırım harcaması/hasılat	-3.31%	-19.91%	-9.34%	-3.14%	Toplam varlıklar	727	2,228	6,421	6,990
Serbest nakit akışı	53	-16	193	583	Kısa vadeli yükümlülükler	106	229	789	598
Serbest nakit akış oranı	17.17%	-1.46%	10.19%	26.63%	Uzun vadeli yükümlülükler	46	212	1,146	914
Ödenen temettüler	0	0	-36	0	Özkaynaklar	574	1,786	4,486	5,478
Net borç değişim	48	-225	419	-569	Toplam kaynaklar	727	2,228	6,421	6,990
					Net işletme sermayesi	3	19	96	127
					Net borç (nakit)	113	276	-404	-178

Kaynak: Şirket verileri, Rasyonet, UNLU & CO; *2022 öncesi satışlar enflasyona göre düzeltilmemiş, 2022 satışları 2023'e göre 2023-2024 satışları 2024'e göre düzeltilmiştir.

Şirket Tarihçesi

2001 yılında kurulan Tınaztepe Sağlık Hizmetleri, İzmir, Türkiye merkezli önemli bir bölgesel sağlık hizmeti sağlayıcısı haline gelmiştir. Grup, poliklinik ve kısa süreli hizmetler sunan Buca Tıp Merkezi ile başlamış ve hızla kapasitesini artırarak havacılık ve denizcilik tıbbi birimlerini faaliyete geçirmiştir. 2010 yılında ise ilk tam kapsamlı hastanesini, Özel Tınaztepe Hastanesini açarak daha geniş bir hastane ağı kurmanın temelini atmıştır.

Yıllar içinde şirket, pediatri, endokrinoloji, girişimsel radyoloji ve yoğun bakım hizmetlerine girerek klinik yetkinliklerini derinleştirmiş ve ayrıca kalite ve hasta güvenliği için Joint Commission International (JCI) akreditasyonu almıştır. 2019 yılında grup, Bayraklı'da, gelişmiş tanı, radyoterapi ve felç merkezi gibi özellikleriyle en büyük ve en modern tesisi olan Özel Tınaztepe Galen Hastanesini açmıştır. Galen, Tınaztepe Buca Hastanesi ile beraber aynı zamanda grup için tıbbi eğitime giriş anlamına gelmiş ve 2020 yılında ilk öğrencilerini kabul eden Tınaztepe Vakıf Üniversitesi ile işbirliği yapmıştır (üniversite şirketin mülkiyetinde değildir).

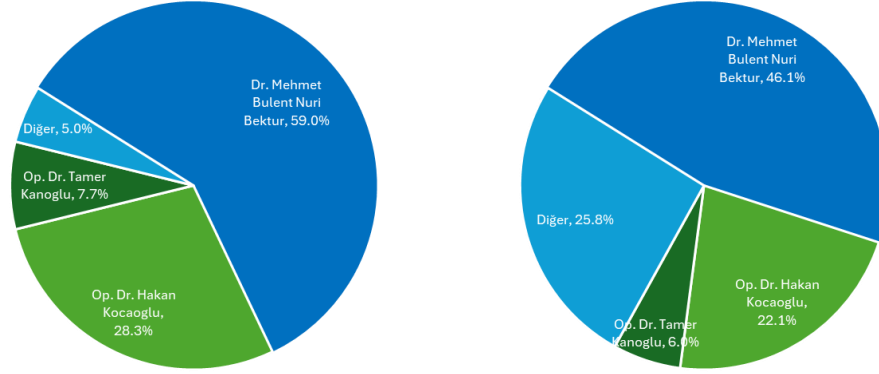
Tablo 1: Şirket Tarihçesi

2004 Anonim şirket olarak yeniden yapılandırıldı. 2007 SGK anlaşması imzalandı.	2010 Tınaztepe Hastanesi faaliyete başladı. Gemi adamları branşı açma izni alındı.	2013 Georgia University ile bilgi paylaşımı protokolü imzalandı. 2015 Girişimsel radyoloji, çocuk cerrahisi ve endokrinoloji operasyonları başladı.	2017 ISQua aracılığıyla JCI akreditasyonu alındı. 2019 Bayraklı'da Galen Hastanesi açıldı.	2023 Tınaztepe halka arzı yapıldı. Torbalı Hastanesi ve Balcova mülkiyeti satın alındı. 2025 Bedelsiz sermaye artırımları ile sermaye TL128 milyondan TL218.5 milyona çıkarıldı.
2001 Tınaztepe Türkiye Aile Planlaması Derneği İktisadi teşebbüsü olarak kuruldu ve Buca Tıp Merkezi unvanıyla faaliyetlere başladı.	2009 Özel Tınaztepe Hastanesi için lisans alındı ve inşaatına başlandı. Buca Tıp Merkezi'nde havacılık branşı açıldı.	2011 Grup şirketleri Tapdi Oksijen A.Ş. altında birleştirildi. 2012 Tüp bebek operasyonları başlatıldı.	2016 Özel Tınaztepe Hastanesi'nin yatak sayısı 111'e çıkarıldı. Bayraklı'da Galen Hastanesi'nin inşaatına başlandı.	2022 Tınaztepe ve Galen Hastaneleri'nin İzmir Tınaztepe Vakıf Üniversitesi'yle işbirliği başladı.

Kaynak: Şirket verileri ve UNLU & Co

2023 yılında grup, Tınaztepe Torbalı Hastanesi'nin satın alımıyla büyüdü; bu hastane, 75 yatak kapasitesine sahip olup, uluslararası tıbbi turizm için de lisanslanmıştır. Bugün, Tınaztepe dört tesisle işlettiği sağlık ağında klinik bakım, eğitim ve stratejik gayrimenkul geliştirmeyi tek bir platformda birleştirerek bölgedeki az sayıdaki entegre özel sağlık hizmeti sağlayıcısından biri olmaya devam etmektedir.

Tınaztepe, Ocak 2023'te **10,21 TL/hisse** fiyatıyla halka arz edilmiş, 744 bin katılımcı ve 2,2 katlık katılımla işleme başlamıştır. Şirket, 28 milyon yeni hisse ihraç ederek sermayesini 100 milyon hisseden 128 milyon hisseye çıkarmıştır. Bu işlem, net **273,2** milyon TL nakit girişine (halka arz masrafları sonrası) karşılık gelmiştir.

Tablo 2: Halka Arz Öncesi ve Sonrası Hissedarlık Yapısı*

Kaynak: Şirket verileri ve UNLU & Co, *Grafik halka arz sonuçlarıyla gerçekleşen yapıyı göstermektedir, sonrasındaki değişimler yansıtılmamıştır.

Tınaztepe'nin halka arzının gerekçesi olarak şunlar belirtilmiştir: hastane hizmetlerini yeni lisanslar&hastaneler aracılığıyla genişletmek, yaşlı bakım turizmi tesisleri kurmak, aşı üretimi için Ar-Ge merkezleri oluşturmak, çalışma sermayesini artırmak ve güneş enerjisine yatırım yapmak.

Mart 2025'te şirket, sermaye artırımı sürecini tamamlayarak, ödenmiş sermayesini 128 milyon TL'den 218,5 milyon TL'ye çıkarmış ve bu artışı tamamen iç kaynaklarla finanse etmiştir.

Şirket, iletişimi basitleştirmek ve tanınan markasıyla uyum sağlamak amacıyla, yasal adını "TAPDİ OKSİJEN Özel Sağlık ve Eğitim Hizmetleri Sanayi Ticaret A.Ş."den "TINAZTEPE Sağlık Hizmetleri A.Ş."ye değiştirmeyi önermiştir.

Portföy ve Strateji

Tınaztepe'nin ilk sağlık tesisi olan Buca Tıp Merkezi, 2001 yılında poliklinik ve kısa süreli hizmetler sunan bir tıp merkezi olarak kurulmuş ve 25 yatak kapasitesine sahiptir. 2009 yılında, Türkiye genelindeki havacılık personeline uçuşa elverişli raporları düzenleyebilmek için Havacılık Tıp Merkezi olarak yetkilendirilmiştir. Merkez, poliklinikler, acil servis, ameliyat odaları, gözlem yatakları, radyoloji hizmetleri, fizyoterapi, gastroenteroloji, biyokimya ve patoloji laboratuvarlarıyla donatılmıştır. Buca Tıp Merkezi, özel sigorta sağlayıcıları ve Sosyal Güvenlik Kurumu (SGK) ile anlaşmalar yaparak geniş bir hasta kitlesine hizmet vermektedir.

Özel Tınaztepe Hastanesi, 2010 yılında Buca'da açılmış ve 111 yatak kapasitesine sahiptir; bu kapasite, rutin, yenidoğan, pandemi, kardiyak ve genel yoğun bakım ünitelerini içermektedir. Acil servis, iç hastalıkları, kardiyoloji, pediatri, ortopedi gibi bölümlerle geniş tıbbi ve cerrahi hizmetler sunmaktadır. Hastane, JCI akreditasyonuna sahip, SGK ile sözleşmeli ve uluslararası tıbbi turizm için lisanslanmıştır. Ayrıca bir tüp bebek merkezi de bulunmaktadır.

Özel Tınaztepe Galen Hastanesi, 2019 yılında İzmir'in Bayraklı ilçesinde 110 yatak kapasitesiyle açılmıştır. Hastane, 6 ameliyat odası, 3 doğum odası ve yetişkin, pediatrik, yenidoğan ve pandemi ünitelerinde toplam 31 yoğun bakım yatağına sahiptir. Geniş kapsamlı yataklı ve ayakta tedavi hizmetlerinin yanı sıra, ileri düzey tanı, nükleer tıp ünitesi, radyoterapi ve endoskopi merkezi de sunmaktadır. 2021 yılında SGK sistemine katılmış ve tıbbi turizm yetki belgesine sahiptir.

Tınaztepe Torbalı Hastanesi, 2023 yılında grup tarafından satın alınmıştır. Tesis, 75 yatak kapasitesine sahip olup, tıbbi turizm yetki belgesine sahiptir. SGK ile çalışmakta olup, çeşitli yataklı ve ayakta tedavi hizmetleri sunmaktadır.

Tablo 3: Hastaneler

	2019*	2020*	2021*	2022	2023	2024
Yatak Kapasitesi	246	246	246	246	321	321
Buca	25	25	25	25	25	25
Tınaztepe	111	111	111	111	111	111
Galen	110	110	110	110	110	110
Tınaztepe Özel Sağlık (Torbali)					75	75
Satışlar	111	195	309	1,579	1,906	2,212
Buca	26	30	41	201	215	223
Tınaztepe	81	102	137	616	646	671
Galen	4	63	130	755	909	1,163
Tınaztepe Özel Sağlık (Torbali)					132	116
AVM						37
Diğer				8	4	3

Kaynak: Şirket verisi ve UNLU & Co., *2022 öncesi satışlar enflasyona göre düzeltilmemiş, 2022-2023 satışları 2024'e göre düzeltilmiştir. Satış rakamları brüt olarak verilmiştir.

2027 ve Sonrası İçin Yol Haritası

2023 yılında, Tınaztepe, Balçova'da 30,5 milyon USD'ye karma kullanımlı bir kompleks satın almıştır. Bu varlık, küçük bir alışveriş merkezi ve 176 odalı bir otel içermektedir; otel, uluslararası tıbbi turizme odaklanan bir hastane kompleksine dönüştürülecektir. Projenin 2027 ile 2028 yılları arasında tamamlanması planlanmaktadır, hastane lisansları mevcut tesislerden devredilecek ve otel, yabancı hastaları ağırlayacak şekilde yeniden düzenlenecektir. Tam kapasiteye ulaştığında, yönetim bu kompleksin grup hastane gelirlerini iki katına çıkaracağına inanmaktadır. Faaliyete geçmeden önce, gayrimenkul değerlemesi 2024 ortasında 61,9 milyon USD olarak gerçekleştirilmiş olup, bu da güçlü bir gayrimenkul değer artışını yansıtmaktadır. Kompleksin 2028'de toplam gelire katkı sağlamaya başlaması beklenmektedir.

Balçova hastane kompleksi faaliyete geçtikten sonra, şu anda Tınaztepe Torbali Hastanesi'nde bulunan operasyonların yeni tesise taşınması beklenmektedir. Torbali hastane binası, şirketin mülkiyetinde olmayan ve belediyeden 20 yıllık bir yap-işlet-devret sözleşmesiyle kiralanmış olup, sözleşmenin 8 yılı daha kalmıştır. Taşınmanın ardından, bina, şirketin geri kalan kira süresini tamamlayıcı bir sağlık hizmeti olarak kullanılabilmesi için palyatif bakım merkezi olarak yeniden düzenlenebilir. Tınaztepe ağı içindeki diğer hastane binaları—Buca Tıp Merkezi, Özel Tınaztepe Hastanesi ve Özel Tınaztepe Galen Hastanesi—tamamen şirketin mülkiyetindedir, bu da kira giderlerini ortadan kaldırmakta ve işletme marjı istikrarına katkı sağlamaktadır.

Bir diğer orta-uzun vadeli girişim, **2028 ile 2030** yılları arasında faaliyete geçmesi planlanan özel bir **yaşlı bakım turizmi tesisi** geliştirilmesidir. Şirket, bu proje için gerekli olan arazisini şimdiden temin etmiştir; arazi, **İzmir'in Karaburun ilçesinde, Mordoğan'da** yer almakta olup şu anda yatırım gayrimenkulleri altında kaydedilmiştir. Bu proje, şirketin yüksek marjlı, turizmle bağlantılı sağlık hizmetlerine olan stratejik odaklanmasıyla uyumludur ve yakın gelecekte açılacak Balçova kompleksiyle desteklenen geniş çaplı tıbbi turizm platformuna katkı sağlaması beklenmektedir.

Şirket, ayrıca uluslararası tıbbi turizme artan odaklanmasını desteklemek amacıyla **Balkanlar bölgesinde küçük bir hastane satın alma** potansiyelini değerlendiriyor. Hedef, bölgesel bir sevk merkezi kurarak hastaları İzmir'deki Tınaztepe tesislerine yönlendirmektir. Şu anki sınırlamalardan biri, İzmir'in geniş kapsamlı doğrudan uluslararası uçuş bağlantılarının eksikliği olup, bu durum yabancı hastalar için lojistik bir engel teşkil etmektedir. Balkanlar'da bir varlık gösterilmesi, hem hasta akışını kolaylaştıracak hem de şirketin sınır ötesi hasta geçişini güçlendirecek bir besleyici ve kolaylaştırıcı işlevi görebilir.

Gayrimenkul Varlıklar

Tınaztepe'nin edinilen gayrimenkulleri stratejik olarak kullanması, gelecekteki büyümeyi desteklemesi beklenirken, bu varlıklar şimdiden değer artışıyla anlamlı kazançlar sağlamıştır. Balçova kompleksi dışında, şirketin şu anda bir gayrimenkul/alışveriş merkezi geliştirme projesi altında olan ikinci bir arazisi bulunmaktadır; bu proje, yaklaşık 442 konut birimi ve 81 ofis içermesi planlanmaktadır; şirket, bu projede 111 **konut birimi** ve **24 ofis** sahibi olacaktır. İnşaat, yerel ve şehir belediyeleri arasında bilgi paylaşımı konusunda yaşanan hukuki sorunlar nedeniyle geçici olarak durdurulmuş olsa da, yönetim bu engellerin çözüme kavuşmasını beklemektedir. İnşaat yeniden başladığında, projenin tamamlanmaya doğru ilerledikçe değerlemesinin daha da artması beklenmektedir.

Tablo 4: Gayrimenkul Değer Artışı

Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (USDm)	2023	2024*
Balçova**	30.5	50.2
Tınaztepe**	6.6	27.3
Osmangazi Dağdibi	2.2	3.7
İzmir Balçova İnciraltı	2.9	2.7
İzmir Karaburun Mordoğan	2.4	2.3

Kaynak: Şirket verileri ve ÜNLÜ & Co. *2024 değerleri yıl sonu USDTRY kurlarıyla düzeltilmiştir. **Satin alma değerleri

2024 Değerlendirmesi

2024 yılında şirket, TL2,188 milyon gelir (+%15 yıllık artış), TL731 milyon FAVÖK (+%54 yıllık artış) ve TL1,259 milyon net kar (+%6 yıllık artış) kaydetti. 2024'te Tınaztepe'nin toplam satışları, **enflasyona göre düzeltilmiş olarak yıllık %15,4 arttı**; bu artışın başlıca itici gücü, **%28 gelir artışı** sağlayarak **satışların %53'ünü** tek başına gerçekleştiren **Galen Hastanesi** oldu. Bu performans, grubun diğer tesislerini önemli ölçüde geride bıraktı; Tınaztepe ve Buca hastanelerinin her biri %4 büyüme kaydederken, Torbalı'da %12'lik bir düşüş yaşandı. Ayrıca, konsolidasyonla birlikte, şirket yıl içinde TL37 milyon alışveriş merkezi geliri de elde etti. Brüt kar marjı, daha iyi maliyet kontrolü—özellikle personel, malzeme ve dış kaynak hizmet giderlerinde—sayesinde 861 baz puan artarak %27,6'dan %36,2'ye çıktı ve EBITDA marjı 832 baz puan artarak %25,1'den %33,4'e yükseldi. Yatırım kazançları 2024'te güçlü kaldı ve TL1,287 milyon olarak gerçekleşti, bu da 2023'teki TL1,265 milyondan hafif bir artışa işaret ediyor. Vergi öncesi kar, yüksek finansal giderlerin daha yüksek FVÖK, yatırım ve parasal kazançlarla nötralize edilmesiyle TL1,758 milyon'a (%28 yıllık artış) çıktı. Ertelenmiş vergi giderleri yüksek oldu ve bu da net karda artışın yıllık %6 olmasına yol açtı.

2024 itibarıyla net borç, 2023'teki TL404 milyon'dan TL178 milyon'a düşerken, net çalışma sermayesi TL128 milyon olarak kaydedildi (2024 satışlarına oranla %5,9). Sermaye harcamaları, 2023'teki TL182 milyon'dan 2024'te TL69 milyon'a geriledi.

Tablo 5: Benzer şirket karşılaştırması

TLmn	TNZTP	MPARK	LKMNH	EGEPO
Yatak sayıları	321	6300	927	325
Hastane/Tıp Merkezi sayısı*	4	34	6	3
Satışlar	2,188	39,690	2,942	1,009
Satışlar/Yatak Sayısı (TLm)	6.82	6.30	3.17	3.10
Esas Faaliyet Kârı	398	7,130	340	-118
FAVÖK	731	10,203	661	239
FAVÖK Marjı	33.42%	25.71%	22.49%	23.73%
FAVÖK/Yatak Sayısı (TLm)	2.28	1.62	0.71	0.74
Hisse kapanış fiyatı (17.04.2025) (TL)	34.9	328.8	17.5	7.4
Ödenmiş sermaye	128	191	216	125
Piyasa değeri	7,617	62,795	3,789	3,675
Özkaynaklar toplamı	5,478	23,534	2,076	1,393
FD	7,795	68,057	4,817	3,583
FD/FAVÖK	10.66	6.67	7.28	14.96
F/K	6.0	12.1	15.8	n.m.

Kaynak: Rasyonet & ÜNLÜ & Co.

Tınaztepe'nin 2025-2030 hedefleri, 16% ortalama enflasyon beklentisine karşılık 41% ortalama gelir büyümesi (üçüncü basamak ödemeleri dikkate alınmadan) ve %36,6 FAVÖK marjı öngörmektedir. Şirket, finansal giderlerin önemli ölçüde düşmesini ve 2028 yılına kadar sıfıra inmesini beklerken, finansal gelirlerin yüksek mevduat getirisiyle istikrarlı bir şekilde artması öngörülmektedir. Tınaztepe 2024 yıl sonu itibarıyla **6.5x** (3,04 milyar TL olarak değerlendirilen gayrimenkul portföyünü hesaptan düşünce, düzeltilmemiş hesaplamalarla 10,7x). düzeltilmiş tarihsel FD/FAVÖK ve **6.0x** F/K ile işlem görmektedir.

Bahsi geçen şirketler (21 Nisan 2025)

Tınaztepe (TNZTP.IS, Tavsiye: Araştırma kapsamında değil, Hedef Fiyat: Araştırma kapsamında değil)

Beyan Eki

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

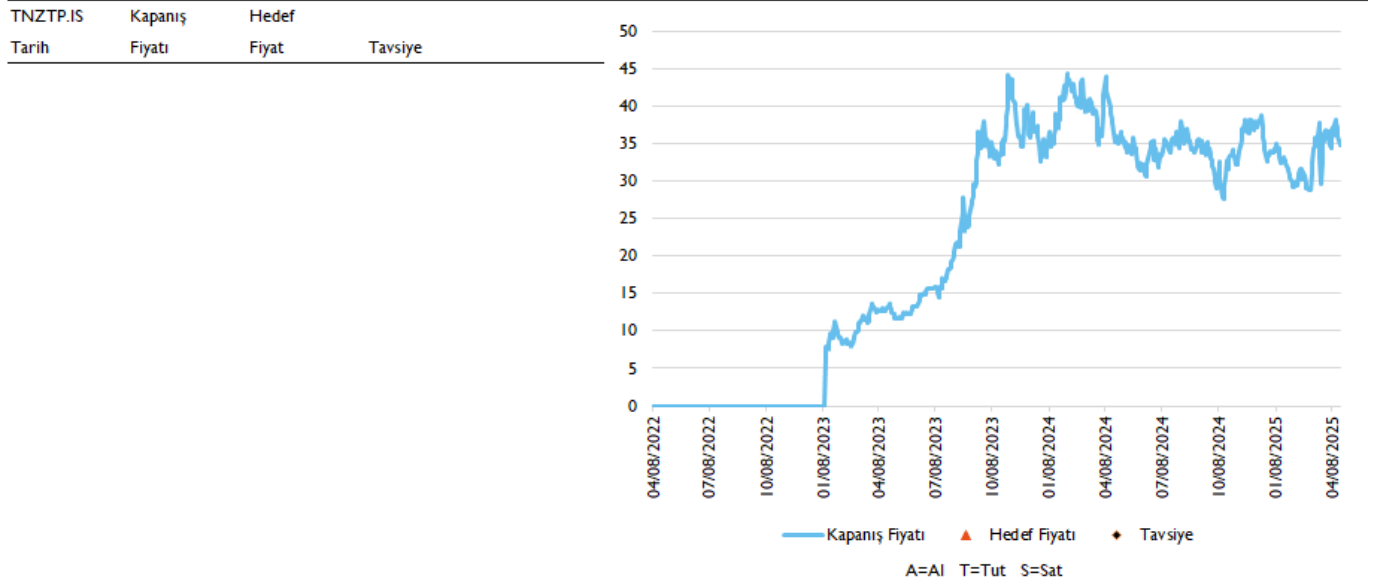
Önemli açıklamalar için, işbu raporun konusu olan şirketler ile ilgili hisse senedi fiyat grafikleri ve derecelendirme geçmişleri ile ilgili olarak, +90 212 367 3636 numaralı telefondan ÜNLÜ & Co Araştırma Departmanı ile irtibata geçmeniz rica olunur.

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.

Zekai Ünal, CFA 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 Seri Grafiği TNZTP.IS



ÜNLÜ & Co hisse derecelendirmeleri dağılımı:

Yayınlanma tarihinde derecelendirme dağılımı	Al	Tut	Sat	Kısıtlı
Tüm derecelendirmeler (%)	60	38	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, ihraççıyı kapsamamakta veya ihraççı 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.

*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") endeksinde 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
Tınaztepe	Yoktur

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 durumlarınıza 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..

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 olduğunu düşündüğü 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.

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 yatırım hizmetleri alanındaki diğer iş birimleri ve hissedarlarının iş birimleri arasındaki bilgi bariyerlerini korumaktadır. ÜNLÜ & Co analistleri, strateji uzmanları ve ekonomistlerinin ücretleri ÜNLÜ & Co veya hissedarları tarafından

gerçekleştirilen Yatırım Hizmetleri veya Sermaye Piyasaları işlemleriyle bağlantılı değildir. ÜNLÜ & Co araştırmasında sunulan bilgi ve görüşler yatırım hizmetleri 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 sağlaması 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.