

MLP Sağlık Hizmetleri

02.10.2018

Döviz riski kontrol altında

Medikal Park için hedef fiyatımızı 16,98 TL olarak güncelliyoruz. Yabancı para cinsinden kiralardan çoğunun TL'ye dönmesi, hedging stratejisinin sürdürülebilirlik kazanması ve benzer şirket çarpanlarındaki güncellemeler nedeniyle hedef fiyatımızı yukarı yönlü revize ediyoruz.

Başlıca yatırım temaları: i) yatak kapasitesinde artış, ayakta ve yatan hasta hacminin artması, gelişmekte olan ve gelişmiş hastane portföyünde artan doluluk, ii) medikal turizm için ümit vadeden görünüm, iii) diğer faaliyetlerden artan katkı, iv) Türkiye'de özel sağlık harcamalarının artmasını sağlayacak uygun ekonomik ve demografik faktörler v) şirketin kârlılığında iyileşme ve ileriye yönelik kaldıraçta düşüş.

Katalizörler

SUT fiyatlarında yukarı yönlü revizyonlar ve medikal turizm gelirlerinin beklenenden daha iyi gitmesi sebebiyle, Medikal Park 2018 ve 2019 ciro tahminlerimizi yukarı çekiyoruz.

Yatırım harcamalarındaki azalış sayesinde şirketin ileriye yönelik kaldıraçta düşüş bekliyoruz.

Yabancı para cinsinden kira giderlerinin azalacak ve iki yıllık hedging stratejisinin sürdürülecek olmasının şirketin yabancı para cinsinden riskini azaltacağını düşünüyoruz.

2018 yılı için ciro tahminimizi 3,050 milyon TL'den 3,099 milyon TL'ye, 2019 için de 3,608 milyon TL'den 3,620 milyon TL'ye çekiyoruz.

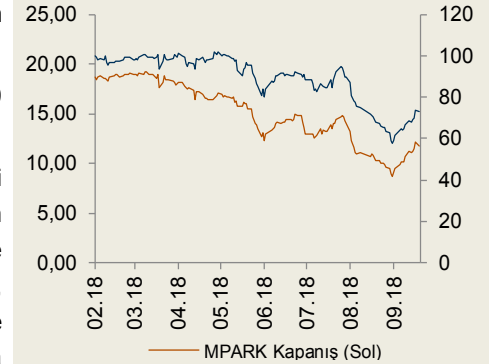
Temmuz ayı başında Sosyal Güvenlik Kurumu Sağlık Uygulama Tebliği (SUT) fiyatlarında revizyona gittiğini açıkladı. Buna göre SGK, 1200'den fazla sağlık hizmeti kaleminde hastanelere yaptığı minimum ödemelerde farklı oranlarda artışa gitti. Yapılan değişiklikler arasında en çarpıcı olanlar, normal doğumlarda %75'e varan fiyat artışı, kompleks tedavilerde %225'e varan artışlar ve laboratuvar ve radyoloji işlem tarifesinde %5 civarında indirimler oldu. Gelişmeleri Medikal Park için olumlu olarak değerlendiriyor ve 2018 yılı için ciroya 30 milyon TL ek katkı sağlanacağını tahmin ediyoruz.

Medikal turizm için ümit vadeden görünüm. Yukarı yönlü güncellediğimiz tahminimize göre medikal turizm gelirlerinde yıllık bazda %58 artış bekliyoruz (2018T: 2896,5 milyon TL). Nitekim, turizm gelirleri son iki ayda toplam gelirlerin %15'ine ulaştı. Önceki aylarda bu oran %7-8 civarındaydı. Yılın ilk yarısında medikal turizm gelirleri yıllık bazda %63,5 oranında artarak, 125 milyon TL tutarında gerçekleşmişti. Şirketin uzun vadeli hedefi medikal turizm gelirlerinin toplam gelirlerin %20'sini oluşturması.

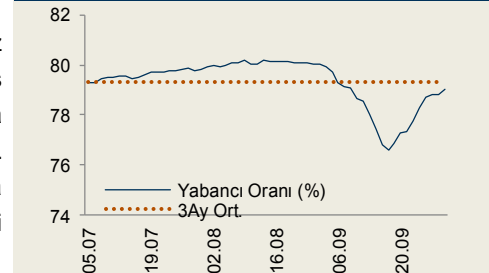
Medikal Park, büyüme planlarını yavaşlatmayı ve 2019'da yeni hastane açmamayı planlıyor. Her yeni hastane için 45 milyon TL tutarında ek bir yatırım harcaması gerekiyor. Bu nedenle, yeni hastane açılışlarının yokluğunda, 2018-2023 yılları arasında yatırım harcamalarının gelirlere oranında yarı yarıya düşmesini bekliyoruz (2018T:% 6,6, 2019:% 3). Yatırım harcamalarındaki azalış sayesinde 2019'dan başlayarak kaldıraç oranında hızlı bir düşüş bekliyoruz.

Kodu	MPARK		
Fiyat Bilgileri	TL	USD	
Kapanış 01 10 2018	11,80	1,97	
12 Aylık Hedef Fiyat TL	16,98	2,59	
12 Aylık Önceki Hedef Fiyat TL	16,08	2,45	
Piyasa Değeri (mn)	2.455	411	
Halka Açık PD (mn)	802	134	
Ortalama İşlem Hacmi (3Ay)	8,7	1,5	
Hisse sayısı (mn)		208	
Takas Saklama Oranı (%)		32,68	
Çarpanlar	2018T	2019T	
F/K	a.d	27,5	
PD/DD	3,7	2,9	
FD/FAVÖK	8,2	7,0	
Fiyat Performansı (%)	1 Ay	3 Ay	12 Ay
TL	14	-18	0
ABD \$	25	-35	0
BIST-100 Relatif	7	-19	0

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



Yabancı Oranı (%)



Uğursel Önder Hardy

uonder@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 36

Tüm kiralama işlemlerinin sadece Türk Lirası cinsinden yapılacağından duyurulmasından sonra, şirket 5 hastanenin kirasının ortalama 4 USDTL kurundan döndüğünü ve böylelikle kira giderlerinin yarıya ineceğini belirtti. Böylelikle sadece 3 hastanenin kiralari yabancı para cinsinden kalmış oluyor. Kira giderlerinde 2018 yılında 8,3 milyon TL tutarında azalış bekliyoruz, dolayısıyla FAVÖK ve net zarar rakamlarında da iyileşme bekliyoruz.

2018-2019 tahminlerimizde değişiklikler

milyon TL	Medikal Park			
	2018T yeni	2018T eski	2019T yeni	2019T eski
Net Satışlar	3.099	3.099	3.620	3.620
Düzeltilmiş FAVÖK	478	470	557	552
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı	15%	15%	15%	15%
Net Kar	-40	-47	101	97
Net Kar Marjı	-1%	-2%	3%	3%

Değerleme

İNA ve benzer şirket çarpanlarının sonuçlarının ortalamasını kullanarak MLP Sağlık Hizmetleri için 3,53 milyar TL hedef piyasa değeri hesaplıyoruz. Bu da 16,98TL hedef fiyat ve %44 artış potansiyeline karşılık geliyor. Hisseye AL tavsiyesi vermeye devam ediyoruz.

MPARK, yurtdışı benzerlerine kıyasla 2018T 8,2x FD/FAVÖK ve 2019T 7,0 FD/FAVÖK ile %33 ve %31 iskontolu işlem görüyor.

Riskler

i) YP riski: Temmuz ayında Medikal Park 2018-2020 arasındaki EUR cinsi sendikasyon kredisinin anapara ve faiz ödemeleri için çapraz döviz faiz değişim işlemleriyle hedge gerçekleştirdiğini açıklamıştı. Bu işlem sayesinde her ne kadar EUR cinsi borçtan kaynaklanan YP riski kısmen sınırlansa da, YP borç şirketi baskılamaya devam edecek. 1Y18 sonu itibarıyla, şirketin kısa döviz pozisyonu 268,9 milyon TL idi. Medikal Park gerçekleştirdiği hedge işleminde toplam 98,7 milyon EUR'luk sendikasyon kredisinin 35,6 milyonluk kısmını, 5,64 EURTL kurundan ve % 15,5 faiz oranından swapladı. Şirket, 2019 ve 2020'de bu hedge işlemi ile ilgili olarak 30 milyon TL faiz gideri kaydedecek. Şirketin geçen hafta gerçekleştirdiği telekonferansta bundan sonra yabancı para cinsinden borcun anapara ve faiz ödemelerinin 2 yıllık bir süreliğine hedge edilmesinin süreklilik kazanacağı belirtildi. Stratejinin sürdürülüyor olmasının şirketin yabancı para cinsinden riskini azaltmakta olumlu bir adım olarak görüyoruz.

ii) Makroekonomik ve rekabetçi koşullardaki değişim MPARK'ın büyüme ve kârlılık hedeflerinde baskı oluşturabilir. Şirket, 2019 yılında yeni bir hastane açmamayı düşünüyor, dolayısıyla başta hedeflenen büyüme hikayesi değişiyor.

iii) Yeni hastanelerin entegrasyonunun beklenenden daha uzun sürmesi gelecekteki kazançlar üzerinde olumsuz bir etki oluşturabilir,

iv) Şehir hastanelerinin açılması sebebiyle artacak rekabet.

Özet finansallar (TL milyon)					
GELİR TABLOSU					
	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T
Satış Gelirleri	2.160	2.576	3.099	3.620	4.206
Brüt Kar Zarar	306	405	514	622	776
Genel Yönetim Giderleri (-)	-127	-215	261	305	353
Diğer Faaliyet Gelirleri	198	380	27	31	36
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-169	-358	0	0	0
Net Diğer Gelir / (Gider)	30	22	27	31	36
Faaliyet Karı Zararı	210	213	280	348	459
Net Finansal Gelir / (Gider)	-271	-383	-405	-254	-242
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar/Zarar	-62	-171	-124	94	218
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)	14	38	81	20	-32
Dönem Karı/Zararı	-49	-133	-43	110	183
Ana Ortaklık Payları	-45	-123	-40	101	168
Azınlık Payları	-4	-10	-3	9	15
FAVÖK	312	409	478	562	698
BİLANÇO					
	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T
Varlıklar					
Dönen Varlıklar	1.016	1.161	1.364	1.513	1.769
Nakit ve Nakit Benzerleri	111	218	183	245	285
Ticari Alacaklar	724	750	951	1.000	1.162
Diğer Alacaklar	23	24	26	31	36
Stoklar	45	51	61	71	94
Diğer Dönen Varlıklar	113	118	142	166	193
Duran Varlıklar	1.420	1.560	1.637	1.651	1.650
Maddi Duran Varlıklar	701	752	756	701	613
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	431	428	431	431	431
Diğer Duran Varlıklar	98	140	169	197	229
Toplam Varlıklar	2.435	2.721	3.000	3.164	3.419
Kaynaklar	2.170	2.617	2.363	2.415	2.471
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.031	1.261	1.386	1.368	1.385
Finansal Borçlar	408	423	395	249	172
Ticari Borçlar	449	670	789	882	969
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	132	119	148	173	170
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.139	1.355	976	1.047	1.085
Finansal Borçlar	962	1.176	512	507	505
Uzun vadeli karşılıklar	9	14	17	20	23
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	2	1	47	55	63
Ertelenmiş Gelirler	2	1	1	1	2
Özkaynaklar	265	105	649	759	941
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	175	16	564	665	833
Ödenmiş Sermaye	176	176	208	208	208
Hisse Senedi İhraç Primleri	238	0	556	556	556
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	0	10	10	10	10
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	-231	-78	-201	-241	-140
Dönem Net Kar/Zararı	-45	-123	-40	101	168
Diğer Özsermaye Kalemleri	36	31	31	31	31
Azınlık Payları	90	88	84	93	107
Toplam Kaynaklar	2.435	2.721	3.001	3.164	3.419
Marjlar					
	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T
Brüt Marj	14,2%	15,7%	16,6%	17,2%	18,5%
Faaliyet Karı Marjı	8,3%	7,4%	8,2%	8,6%	9,9%
FAVÖK Marjı	14,4%	15,9%	15,4%	15,5%	16,6%
Net Kar Marjı	-2,1%	-4,8%	-1,3%	2,8%	4,0%
Değerleme Oranları					
	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T
Açıklanan F/K	-	-	a.d	27,5	14,6
FD/FAVÖK	-	-	8,2	7,0	5,6
FD/Satışlar	-	-	4,6	4,0	3,3
Piyasa Değeri/Satışlar	-	-	0,8	0,7	0,6
Piyasa Değeri/Defter Değeri	-	-	4,4	3,7	2,9
Hisse Başı Kazanç	a.d	a.d	a.d	0,15	0,20
Karlılık ve Sermaye Maliyeti					
	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T
Özkaynak Karlılığı	-	-128%	-14%	16%	22%
Yatırım Sermayesi karlılığı	-	0%	0%	0%	0%
Aktif Karlılığı	-	-5%	-1%	3%	5%

Kaynak: Finansallar ve İş Yatırım

Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.