

## TAPDİ Oksijen A.Ş.

Dün 3Ç24 finansalları ve şirketin gelecek projeksiyonlarını öğrenmek adına şirketin (TAPDİ Oksijen Özel Sağlık ve Eğitim Hizmetleri Sanayi Ticaret A.Ş.) düzenlemiş olduğu yatırımcı toplantısında şirket yönetimi ile bir araya geldik. Şirket 3 hastane, 1 tıp merkezi, 170'ten fazla doktor, 900 üzeri personel ve 320'den fazla yatak sayısı ile İzmir'de hizmet vermektedir. 3Ç24'te 216 milyon TL net zarar açıklayan şirket, cari 18.08x FD/FAVÖK piyasa çarpanından işlem görmektedir.

### Toplantının Ana Başlıkları

**Rekabet ettiği şirketlere kıyasla yüksek operasyonel karlılık...** Şirket, 3Ç24'te FAVÖK marjını bir önceki çeyreğe göre %20, geçen yılın aynı dönemine göre ise %208 oranında artırdı. Yönetim, tahminlerin üzerinde gerçekleşen FAVÖK marjının, faaliyet gösterdikleri hastane ve ek binaların mülkiyetinin şirkete ait olması sebebiyle kira giderlerinden muaf olmalarından kaynaklandığını ifade etti. Yönetim, tahminlerin üzerinde gerçekleşen FAVÖK marjına olumlu katkı sağlayan bir diğer faktörün, "doğru branşlar" olarak nitelendirdikleri onkoloji ve nükleer tıp gibi alanlarda, rakiplerine kıyasla daha spesifik tedavilere odaklanmaları olduğunu belirtti. Operasyonel karlılığa pozitif etki eden bir diğer unsurun ise şirketin GES yatırımları olduğunu belirtildi. Şirket, 3 MW üretim kapasiteli GES yatırımını devreye alarak, elektrik ihtiyacı yüksek olan hastane gibi tesislerin %60'ını karşılamaktadır. Yönetim, bu oranın %75 seviyesine çıkarılması amacıyla yeni yatırım fırsatlarının değerlendirildiğini ifade etti. Şirketin 9A24 dönemindeki FAVÖK marjı %32,80 seviyesinde gerçekleşti. Yönetim, 2025 yılında bu marjın %36-37 seviyelerine çıkabileceğini öngörmekte olup, bu tahminlerinde SGK faturalarının 3. basamak fiyat tarifesine dahil edilmesini varsaydıklarını belirtti. Ayrıca, tek seferlik emlak işlemlerinden önemli bir nakit akışı sağladıklarını vurguladılar.

**Niş tedavi alanlarında liderlik hedefi...** Yönetim, onkoloji ve nükleer tıp gibi niş tedavi alanlarında uzmanlaşarak sektörde adını duyurmayı ve bu hizmetlerin sağlanmasında rakiplerinden bir adım önde olmayı hedefliyor. Ayrıca, sağlık sektöründe yapay zekâ ve dijitalleşmenin entegrasyonunun (erken tanı ve tedavi, robotik cerrahi, otomasyon gibi alanlarda) verimliliği artıracığı ve maliyetleri düşüreceği öngörülüyor. Şirket yönetimi, yakın gelecekte yapay zekanın kamu sağlık hizmetlerinden ziyade özel sağlık hizmetlerindeki payını artırmasını bekliyor ve bu gelişmelerden stratejik avantaj elde etmeyi planladıklarını ifade ediyor.

**Rakiplerine göre üstünlük sağlayan diğer özellikleri...** Şirket yönetimi, Tınaztepe, İzmir Tınaztepe Üniversitesi ile iş birliği sayesinde, hekim kadrosunun çoğunluğunu doçent ve profesörlerden oluşturarak hasta tercihinde öne çıktığını belirtti. Güçlü afilyasyon anlaşmasıyla 3. basamak sağlık hizmetlerini yüksek standartlarda sunarken, SGK'ya daha yüksek bedellerle fatura kesilmesini sağladığını ayrıca, nitelikli sağlık personelinin üniversitede yetiştirilip istihdam ederek, akademik iş birliği ve yenilikçi modeliyle sektörde fark yarattıklarını ifade ettiler.

### TNZTP

#### Hisse bilgileri

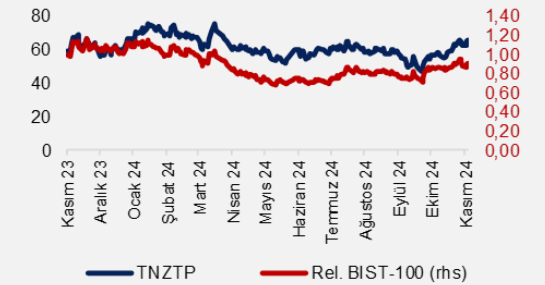
Hisse Kodu	TNZTP TI
Hisse fiyatı (27 Kasım 2024)	65,40
Hisse fiyat aralığı (52 haftalık)	47,1 / 76
Piyasa Değ. (milyon TL - \$ mn)	8.371 - 242
Hisse adedi (milyon)	128
Halka Açıklık Oranı	%22

Ort. Günlük İşlem Hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
USD mn	1,1	1,1	1,0

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	15%	11%	7%
USD	13%	9%	-9%
BIST-100'e göre performans	6%	12%	-17%

TL mn	2021	2022	2023
Net satışlar	310	1.075	1.313
FAVÖK	66	255	330
Net kâr	66	267	825
Net Borç	-113	-276	380

Cari Çarpanlar	2021	2022	2023
F/K			30,8x
F/DD			3,4x
FD/FAVOK			11,7x



Serhan Yenigün

+90 212 355 2678

[serhan.yenigun@tacirler.com.tr](mailto:serhan.yenigun@tacirler.com.tr)

Eren Bozdoğan

+90 212 355 2678

[eren.bozdogan@tacirler.com.tr](mailto:eren.bozdogan@tacirler.com.tr)

**Tamamlayıcı sağlık sigortası poliçe sayılarında kademeli artış beklentisi...** Tamamlayıcı sağlık sigortası (TSS) poliçe sayılarındaki artış, özel sektör sağlık hizmetlerinin payını artırmada sigorta şirketlerinin önemli bir rol oynayacağını göstermektedir. Poliçe sayılarındaki bu hızlı büyüme, kamu sağlık hizmetlerinden özel sektöre yönelen talebin bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir. Türkiye'deki toplam poliçe sayısının 2025 yılı itibarıyla 5 milyonu aşması beklenmektedir, bu da sektörde dönüşümün ivme kazanacağını işaret etmektedir.

## Yatırımlar ve Gelecek Planları

- Balçova'da bulunan AVM ve otelden oluşan binanın bir sağlık kompleksi olarak dönüştürülmesi planlanmaktadır. Bu projenin karlılığı yüksek ve ses getirecek bir girişim olacağı, aynı zamanda ülkeye sağlık hizmeti ihracatı açısından önemli avantajlar sağlayacağı öngörülmüştür. Projenin 2027 yılında hayata geçirilmesi hedeflenmektedir.
- Şirket, İzmir Torbalı'daki 75 yatak kapasiteli hastanesinin karlılığının düşük olması nedeniyle bu hastanenin Balçova'ya taşınacağını, mevcut binanın ise bakım merkezi olarak hizmet vermeye devam edeceğini ifade etti.
- Şirket, lokomotif hastane olarak nitelendirdiği Galen Hastanesi'nin yanında bulunan 4.000 m<sup>2</sup>'lik araziye satın alarak bu hastanenin kapasitesini artırmayı planlıyor.
- Yönetim, sağlık turizminde ilerleyen dönemlerde Türkiye'deki konjonktürel olumsuzluklara karşı bir B planı olarak Makedonya, Yunanistan ve Arnavutluk pazarlarına entegre olmayı planlıyor. Balkanlar'da yapılması planlanan olası yatırımın tutarının ise 30-35 milyon USD arasında olabileceğini ifade etti.
- Şirket, yaşlı sağlığı ve bakımı turizmi kapsamında arazisi satın alınan tesislerin 2028-2030 yılları arasında hayata geçirilmesini planlıyor. Bu tesislerin, yaşlılar için cazip bir "Yaşlı Köyü" konseptiyle hizmet vermesi hedefleniyor. Ayrıca, ilerleyen dönemlerde sağlık hizmeti ihracatına katkı sağlamak amacıyla, uyuşturucu bağımlılarının tedavisine yönelik bir merkezin kurulmasının da yatırım planları arasında olduğu ifade edildi.
- 2023 yılında halka arz edilene kadar elde ettiği kârları ortaklarına dağıtmak yerine büyümeyi finanse etmek için kullanan şirket, likidite fazlası bulunduğu dönemlerde portföyüne eklediği ve bugün önemli ölçüde değerlendirilen bazı taşınmazlarını değerlendirmektedir. Buca'da devam eden AVM projesinde olduğu gibi, bu taşınmazları kat karşılığı inşaat projelerine tahsis ederek, 2025 ve sonrasında şirket için kayda değer nakit kaynakları oluşturmayı hedeflemektedir.
- Şirketin açıklamış olduğu projeksiyonlara göre, SGK faturalamalarının 3. basamak fiyat tarifesine dahil edilmediği varsayımıyla 2025-2030 döneminde birleşik ciroda %41 oranında artış beklenmektedir. Ortalama %16 enflasyon artışı temel alınarak, esas faaliyet kârı marjının %34,24 ve FAVÖK marjının %36,60 seviyelerine ulaşacağı öngörülmüştür. Aynı dönemde yıllık hasta sayısının 818 bine yükselmesi ve hasta başına birim cironun 10.315 TL olarak gerçekleşmesi hedeflenmektedir. Finansman giderlerinin 2028'de sıfırlanması planlanırken, kredi ana para ödemelerinin de bu tarihte tamamen tamamlanması öngörülmektedir. Ayrıca, finansman gelirlerinin artış trendi göstermesi beklenmektedir.

## Özet Tablolar

(TLmn)	2023/3Q	2024/2Q	2024/3Q	Değişim (y/y)	Değişim (ç/ç)		
<b>Net Satışlar</b>	492	439	528	7,3%	20,3%		
<b>FAVÖK</b>	56	144	173	207,9%	20,3%		
<b>Net Kar</b>	-276	983	-216	-	-		
<b>Bilanço</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>Gelir tablosu</b>			
Nakit ve benzerleri	154	327	628	<b>Net satışlar</b>	<b>310</b>	<b>1.075</b>	<b>1.313</b>
Ticari alacaklar	42	104	226	Brüt kâr	81	250	362
Stoklar	22	43	89	Faaliyet giderleri	26	71	171
Diğer dönen varlıklar	9	33	50	Esas faaliyet kârı	54	179	191
<b>Dönen varlıklar</b>	<b>226</b>	<b>507</b>	<b>993</b>	<b>FAVÖK</b>	<b>66</b>	<b>255</b>	<b>330</b>
Finansal yatırımlar	0	0	0	Net diğer gelir	-3	63	856
Maddi duran varlıklar	480	1.514	4.785	Net finansman geliri	22	57	-92
Maddi olmayan duran varlıklar	0	0	2	Vergi öncesi kâr	73	298	955
Diğer duran varlıklar	20	207	262	Vergi gideri	8	32	131
<b>Duran varlıklar</b>	<b>500</b>	<b>1.721</b>	<b>5.048</b>	<b>Net kâr - Ana ortaklık</b>	<b>66</b>	<b>267</b>	<b>825</b>
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>727</b>	<b>2.228</b>	<b>6.042</b>	<b>Nakit akış tablosu</b>			
Kısa vadeli borçlanmalar	33	29	290	FAVÖK	<b>66</b>	<b>255</b>	<b>330</b>
Ticari borçlar	57	123	200	Vergi gideri	6	19	26
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	16	76	253	Yatırımlar	10	214	123
<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>106</b>	<b>229</b>	<b>743</b>	İşletme sermayesi değişimi	-19	-18	-68
Uzun vadeli borçlanmalar	8	22	718	<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>69</b>	<b>40</b>	<b>249</b>
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	38	191	360	<b>Büyüme ve marjlar</b>			
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>46</b>	<b>212</b>	<b>1.078</b>	Net Satışlar	%247,2	%22,2	
<b>Özkaynaklar</b>	<b>574</b>	<b>1.786</b>	<b>4.221</b>	FAVÖK	%285,5	%29,1	
Ana ortaklığa ait	574	1.786	4.220	Net Kar	%304,7	%209,1	
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	1	Brüt marj	%23,2	%27,6	
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>727</b>	<b>2.228</b>	<b>6.042</b>	Esas faaliyet kâr marjı	%16,6	%14,6	
Net borç	-113	-276	380	FAVÖK marjı	%23,8	%25,1	
Net işletme sermayesi	-1	-19	-87	Net marj	%24,8	%62,8	
Net işletme sermayesi (operasyonel)	6	24	116	Serbest nakit akışı marjı	%24,8	%62,8	
Yatırılan sermaye	479	1.495	4.700				
<b>Oranlar</b>							
<b>Karlılık</b>							
Özsermaye kârlılığı	%17,4	%22,6	%27,4				
Net kâr	%21,3	%24,8	%62,8				
Aktif devri	0,6x	0,7x	0,3x				
Kaldıraç	1,4x	1,3x	1,4x				
Aktif kârlılığı	%12,9	%18,1	%19,9				
Yatırılan sermaye kârlılığı	%14,2	%14,5	%4,9				
<b>Kaldıraç</b>							
Net borç/toplam varlıklar	%6	%2	%17				
Net borç/özsermaye	-0,20	-0,15	0,09				
Net borç/FAVÖK	-1,71	-1,08	1,15				

Kaynak: Tacirler Yatırım

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## Yatırım Merkezlerimiz

## Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 9 Akmerkez Etiler - İSTANBUL  
0 212 355 46 46

<b>Adana</b>	Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul. Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4	(0 322) 457 77 55
<b>Akatlar İrtibat Bürosu</b>	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 8 (Eski No D: 10) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
<b>Ankara</b>	Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad. Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9 Kavaklıdere Çankaya	(0 312) 435 18 36
<b>Ankara - Çukurambar İrtibat Bürosu</b>	Kızılırmak Mah.Ufuk Üniversitesi Cad. Next Level Loft Ofis No: 4/65 Kat: 24 Söğütözü Çankaya	(0 312) 909 87 70
<b>Antalya</b>	Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden Apt. No:82/6 Muratpaşa	(0 242) 248 45 20
<b>Bakırköy</b>	İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No: 6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy	(0 212) 570 52 59
<b>Bodrum İrtibat Bürosu</b>	Konaklı Mahallesi, Atatürk Bulvarı, Arbor-Abdullah Ünal Çabuk İş Merkezi No: 285/1-A6 Bodrum	(0 212) 355 46 46
<b>Bursa</b>	Konak Mah. Barış (120) Sokak , Ofis Artı Binası, Dış kapı No:3 Daire:33 Nilüfer-BURSA	(0 224) 225 64 10
<b>Çankaya İrtibat Bürosu</b>	Çankaya Mahallesi Cinnah Caddesi Cinnah Apartmanı No: 55 D: 7-8 Çankaya / ANKARA	(0 212) 355 46 46
<b>Denizli</b>	Urhan İş Merkezi 2. Ticari Yol Daire 26 Kat: 6 Bayramyeri	(0 258) 265 87 85
<b>Erenköy</b>	Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333 Kat: 2 D: 4 Kadıköy	(0 216) 348 82 82
<b>Gaziantep</b>	İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul. Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No: 18 Kat: 1 D: 5	(0 342) 232 35 35
<b>Girne</b>	Ziya Rızki Cad. Şehit Necati Gürkaya Sok. Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC	(0 392) 815 14 55-0533 889 15 51
<b>İzmir</b>	Kültür Mahallesi, Cumhuriyet Bulvarı No:137 Cumhuriyet Apt. K:5 D:12 Konak – İzmir	(0 232) 445 01 61
<b>İzmir Karşıyaka Şube</b>	Yalı Mahallesi Ahmet Kemal Baysak Bulvarı No:42 D:11	(0 232) 241 19 24
<b>İzmir İrtibat Bürosu</b>	Şehit Nevres Bulvarı Eczacıbaşı Apartmanı No: 7 Kat: 2 Daire: 5 Pasaport Alsancak - Konak	(0 232) 241 24 50
<b>İzmit</b>	Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit	(0 262) 323 11 33
<b>İzmit İrtibat Bürosu</b>	Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit	(0 262) 260 01 01
<b>Karadeniz Ereğli</b>	Bağlık Mahallesi Karanfil Sokak No:16/A Karadeniz Ereğli – Zonguldak	(0 372) 316 40 50
<b>Kartal</b>	Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No: 26 Kat: 4 D: 8 Kartal	(0 216) 306 22 71-306 22 06
<b>Kayseri</b>	Hunat Mah. Nuh Mehmet Baldöktü Sok. Gürcüoğlu Plaza No: 5 K: 3 D: 11 Melikgazi	(0 352) 221 08 68-222 82 51
<b>Marmaris İrtibat Bürosu</b>	Kemeraltı Mah. Orgeneral Mustafa Muğlalı Cad. Güven Apt. No: 22 D: 2 Marmaris	(0 252) 321 08 00
<b>Merkez Şube</b>	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 7 (Eski No D: 9) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
<b>Mersin</b>	İnönü Mah. 1401 Sok. No:32 Pozcu Evo Kat:2 No:10-11 Yenişehir Mersin	(0 324) 238 11 89
<b>Trabzon İrtibat Bürosu</b>	Kemerkaya Mahallesi Halkevi Cad. Mandıralı İş Merkezi No: 4 Daire: 4 Ortahisar	(0 462) 432 24 50

## Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.