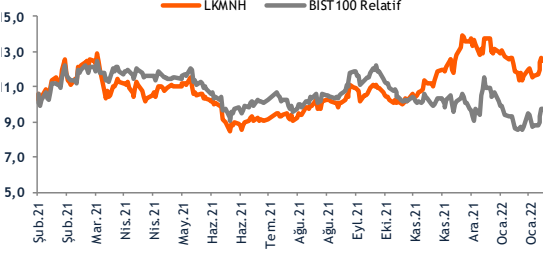


08 Şubat 2022 Salı

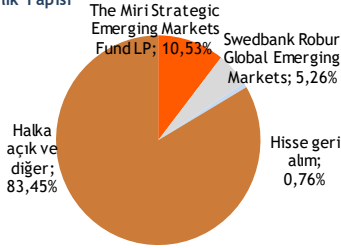
Şirket - Hisse kodu	: Lokman Hekim - LKMNH
Sektör	: Sağlık
Piyasa değeri (mn TL)	: 450
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	: 9,8
Hisse adedi (mn)	: 36,0
Hisse fiyatı (TL)	: 12,50
Öneri	: Kapsam Dışı
Beta	: 0,71
HAO (%)	: 66%

## Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay	
Mutlak %	-3,3	18,9	23,6	
Rölatif %	-2,3	-3,6	-2,4	
En Yüksek (TL)	13,10	13,89	13,89	
En Düşük (TL)	11,33	10,51	8,46	
mln TL	2019/12	2020/12	2020/09	2021/09
Ciro	335	317	220	316
Faaliyet karı	26	53	36	56
FAVÖK	44	72	49	75
Net kar	8	24	13	43
Hisse başına kar	0,23	0,67	0,35	1,19
Brüt marj (%)	12,3	22,2	21,8	23,9
FAVÖK marjı (%)	13,1	22,8	22,5	23,6
Net kar marjı (%)	2,5	7,7	5,7	13,6
Net borç	184	158	168	144
Defter Değeri	72	103	93	158
Toplam Aktifler	373	390	386	455
F/K (x)	16,8	10,8	13,0	7,2
PD/DD (x)	1,9	2,5	2,6	2,5
FD/FAVÖK (x)	7,4	5,8	6,4	5,5
FD/Satışlar (x)	1,0	1,3	1,3	1,3
Özsermaye karlılığı	12%	24%	20%	34%

## Ortaklık Yapısı



Analist	: VKY Araştırma
İletişim	: 0212 352 35 77
E-mail adresi	: <a href="mailto:vkvarastirma@vakifyatirim.com.tr">vkvarastirma@vakifyatirim.com.tr</a>

**Kısaca LOKMAN HEKİM** - Lokman Hekim, 1996 yılında medikal tedarikçi olarak kurulmuş bir hastane zinciridir. Lokman Hekim ilk hastanesini 2002 yılında Ankara Etlik'te açarken, şirket şu anda üçü Ankara'da, ikisi Van'da olmak üzere beş hastane işletmektedir. Bununla birlikte şirket, Ankara'da bir polikliniğe, Irak-Erbil'de ise bir tanı ve görüntüleme merkezine sahiptir. Şirketin ayrıca Ankara'da bir tıp fakültesi ve bir hastane ile iş birliği bulunmaktadır. Lokman Hekim, Ankara'da sağlık gelirlerinin %15'ini elinde bulunduran Türkiye'nin en büyük 7. hastane zinciridir.

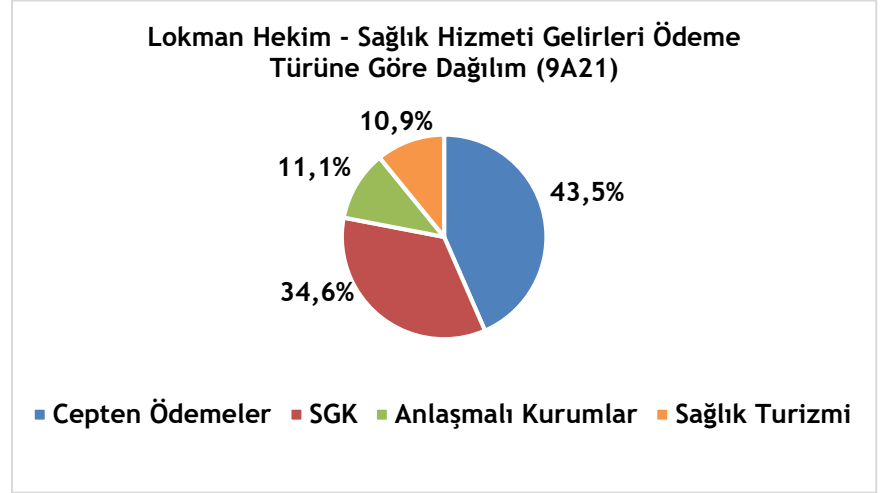
**Pendik Projesi** - Şirket, 1 Şubat 2022'de KAP'a yaptığı bildirimde, İstanbul Pendik'te bulunan Adatıp Kurtköy Hastanesi'nin sahibi olan Adatıp Sağlık Hizmetleri A.Ş ile hisse senetlerinin devrine yönelik bir sözleşme imzalandığını bildirmiştir. Adatıp Kurtköy Hastanesi, fiziken 200 yatak kapasitesine sahip, fiilen 115 yatak ruhsatı bulunan bir sağlık hizmeti sunucusudur. Bu yatırım, Lokman Hekim'in yatak kapasitesini %27 oranında artıracaktır. Şirketin son olarak açıkladığı satın alma projesi olan Adatıp Sağlık Merkezi'nin, şirket portföyünün coğrafi çeşitlenmesi açısından avantaj yarattığını düşünüyoruz. Şirketin son dönemde yapılan kapasite artırımları ile birlikte mevcut yatak kapasitesi 727'ye ulaşırken, bu sayının Ankara Sincan, Ankara Akay ve Van Hayat hastanesinde planlanan artışlarla birlikte 757'ye ulaşması beklenmektedir. Adatıp Kurtköy Hastanesi'nden gelecek kapasite artırımını da hesaba katıldığında şirketin 2022 sonunda 957 yatak kapasitesine ulaşması beklenmektedir.

**Her Yerde Sağlık (HYSET) Projesi** - HYSET (Her Yerde Sağlık ve Elektronik Ticaret A.Ş) Ankara merkezli bir medikal teknoloji girişimidir. Lokman Hekim'in yürüttüğü bu proje ile sağlık hizmetleri için çevrimiçi bir platform oluşturulmuştur. İnternet sitesi üzerinden kullanıcıları ile buluşan marka, Türkiye'nin önde gelen sağlık kuruluşlarının çeşitli hizmetlerine ilişkin farklı tekliflerini yayınlayarak, kullanıcıların kendilerine en uygun hizmetleri seçmelerine olanak tanımaktadır. Hedefleri kapsamında dünyanın önde gelen sağlık kuruluşlarıyla iş birliğine gitmek de olan HYSET, global pazardaki kullanıcılara online diyet, saç ekimi, dermatoloji gibi çeşitli işlemler ile ikinci görüş ve diş implantı alanlarında da hizmet vermeyi amaçlamaktadır. Yurt içinde ise check up paketleri, hamilelik hizmetleri, estetik ve kozmetik hizmetleri, evde bakım ve yaşlı bakımı, diyetisyen hizmetleri platformda mevcut durumda sunulan hizmetlerden bazılarıdır. Şu anda platformda hizmet verilen şehirler Ankara, Antalya, İstanbul, Eskişehir ve Van ile sınırlıdır ancak şirket yeni şehirleri platforma dahil etmeyi planlamaktadır. Şirket, yurt içinde birçok noktada ödeme sistemi altyapısını tamamlarken, ulusal pazarda sigorta şirketleri ve sağlık hizmet sunucuları ile görüşmelerde sona gelmiş ve pazar araştırması süreçlerine başlamıştır. Şirket bu uygulama ile yurtdışında da aktif olarak rol almayı planlamaktadır. Şirket İngiltere, Rusya, Balkan ülkeleri, ABD gibi ülkeleri de hedef pazar olarak görmektedir. Pandemi ile beraber uzaktan sağlık hizmetlerinin yaygınlaştığı bu ortamda HYSET projesinin büyüme potansiyeli olan bir start-up olarak değerlendirilebileceğini düşünüyoruz.

**Sağlık Turizmi** - Sağlık turizmi, Türkiye'nin kolay ulaşılabilir lokasyonu, fiyat avantajı ve kaliteli hizmetleri ile Türk sağlık sektöründe büyüme için önemli gelir kalemlerinden birisi olarak görülmektedir. Türkiye, özellikle Irak, Azerbaycan gibi çevre ülkelerden sağlık turizmi kapsamında ilgi görmektedir. Lokman Hekim, orta-uzun vadeli planları kapsamında Erbil'de yer alan tanı ve görüntüleme merkezine benzer merkezler açarak bu alanda büyümeye devam etmek istemektedir. Şirketin 2020 verilerine

göre toplam gelirinde sağlık turizminin payı %6 civarında iken, 9A21 verilerine göre bu rakam %11 seviyesine yükselmiştir. Önümüzdeki dönemlerde şirket, sağlık turizminin gelir içindeki payını %15'e yükseltmeyi planlamaktadır. Şirketin son olarak açıkladığı satın alma projesi olan Adatıp Sağlık Merkezi'nin, bulunduğu konum ve çevre hastanelerdeki sağlık turizminin payı sebebiyle, şirketin bu alandaki büyüme hedefleriyle uyumlu olduğunu düşünüyoruz.

**Lokman Hekim Gelir Dağılımı - 2020 ve 2021 yıllarında yukarı yönlü fiyat güncellemesi gerçekleşen Sağlık Uygulama Tebliği (SUT) fiyat tarifesinde, 2022 yılının Şubat ayında fiyat artışı gerçekleşebileceğini düşünüyoruz. Geçmiş yıllarda bu tarifede enflasyon üzerinde bir artış gerçekleştirilmiştir. SUT'ta gerçekleşen fiyat artışları, Lokman Hekim'i gelir yaratma anlamında desteklemeye devam edecektir. 9A21 verilerine göre şirketin gelirlerinin yaklaşık %35'i SGK'ya bağlı hastalardan oluşmaktadır. Şirket ayrıca "enflasyonist ortamda yapılması gereken fiyat ayarlamaları" sorumuza cevaben; anlaşmalı kurumlar ve diğer fiyat tarifeleri için 3-6 ayda bir ayarlama yapıldığını belirtmiştir. Şirket'in 2020 yılında SGK'dan aldığı pay en yüksek payı oluştururken, 9A21 döneminde Cepten Ödemeler kaleminin ağırlığı artmıştır. Şirket ayrıca Lokman Hekim Üniversitesi'ne kiraya verilen Ankara Hastanesi'nden kira geliri elde etmektedir.**



Kaynak: Lokman Hekim Faaliyet Raporu

**Temettü Politikası ve Geri Alım Programı** - Şirket, temettü politikasını geçmiş yıllardaki gibi devam ettirmeyi planlamaktadır. Şirket'in ayrıca 27 Mart 2021 tarihli genel kurul toplantısında aldığı yetkiyle sermayenin %10'una ulaşıncaya kadar 30 TL üst fiyat limitinde, 3 yıl süresince geri alım programı bulunmaktadır. Şirket mevcut geri alım programı kapsamında şu ana kadar 942,672 adet hisse satın almıştır (%2.61).

Temettü Tarihi	Nakit Temettü Brüt Oran (%)	Nakit Temettü Brüt TL	Nakit Temettü Net Oran (%)
22.11.2021 (2020 karı - 2.taksit)	11,11%	4.000.000	9,44%
20.09.2021 (2020 karı - 1.taksit)	11,11%	4.000.000	9,44%
04.01.2021 (2019 karı - 2.taksit)	11,76%	2.824.488	10,00%
28.09.2020 (2019 karı - 1.taksit)	8,24%	1.975.511	7,00%
26.11.2019	5,00%	1.200.000	4,25%
17.09.2018	10,00%	2.400.000	8,50%
20.07.2017	16,67%	4.000.000	14,17%
20.06.2016	11,76%	2.823.529	10,00%
13.07.2015	5,00%	1.200.000	4,25%
30.06.2014	6,06%	969.600	5,15%
30.05.2013	12,50%	2.000.000	10,63%

Kaynak: Lokman Hekim Faaliyet Raporu

**2021 ve 2022 yılı beklentileri** - Şirket, 2021'nin ilk aylarında paylaştığı 2021 yılı beklentilerinde; yılsonu için hasılat tahminini 390-410 milyon TL, FAVÖK tahminini ise 90-100 milyon TL bandında açıklarken (%21-24 FAVÖK marjı), mevcut durumda 1,48x seviyesinde bulunan Net borç/FAVÖK rasyosunun ise 1,0x seviyesinin altında gerçekleşeceğini öngördü. Son çeyrek finansalları ile birlikte şirket bu hedeflerin gerçekleşeceğini öngörmektedir. Şirket, yatırım harcamaları için ise son satın almalar ve kapasite artışlarının dışında 2022'de daha düşük bir yatırım harcaması planlamaktadır. Şirket 9A2021'de 31.4 Milyon TL (2020/09: 28.4 Milyon TL) yatırım harcaması gerçekleştirmiştir. Yatırım harcamaları, Etlik Hastanesi ana bina inşaatı, hastane modernizasyonu, yeni makine ve demirbaş alımlarından oluşmaktadır. Yatırımlar büyük ölçüde yatırım teşvik belgesi kapsamında gerçekleştirilmektedir.

**Finansallar ve Çarpanlar** - Şirket'in 4.çeyrek finansallarının 17 Şubat tarihinde, 2022 yılına ilişkin öngörülerinin ise Mart ayı içinde açıklanmasını bekliyoruz. Lokman Hekim, 2021 yılının 3.çeyreğinde 120 milyon TL (y/y +42%) net satış geliri, 29,9 mn TL FAVÖK (y/y +18%) ve 21,8 mn TL (y/y +172%) net kar kaydetti. Böylece yılın ilk 9 ayında, geçen yılın aynı dönemine göre %44 artışla 316 mn TL satış geliri kaydedilirken, 9 aylık FAVÖK %51 artışla 74,7 mn TL'ye yükseldi. Net karda ise 9A21 döneminde %241 artışla 42,8 mn TL seviyesine ulaşıldı. Net karda oluşan bu artışın ana nedeni 3.çeyrekte kaydedilen 11,4 mn TL'lik ertelenmiş vergi geliri oldu. Şirketin yatırımlarında aldığı teşvikler ve vergi avantajları, önümüzdeki çeyrelerde de vergi geliri kaydedebileceğini gösteriyor ancak bu gelirin azalarak devam etmesi beklenebilir. Mevcut durumda şirket hisseleri son 12 aylık 6,5x FD/FAVÖK ile işlem görürken, yurt içi benzerlerine göre %26, yurt dışı benzerlerine göre ise %29 iskontolu işlem görmektedir.

08 Şubat 2022 Salı

## Yurt Dışı Çarpan Değerlemesi

Şirket Adı	Ülke	Firma Değeri (USDmn)	Piyasa Değeri (USDmn)	EV/EBITDA (x)
Community Health Systems, Inc. (NYSE:CYH)	ABD	13.438	1.465	7,0x
Tenet Healthcare Corporation (NYSE:THC)	ABD	22.302	7.499	6,4x
HCA Healthcare, Inc. (NYSE:HCA)	ABD	109.590	72.285	8,1x
Life Healthcare Group Holdings Limited (JSE:LHC)	South Africa	2.921	2.180	9,2x
Bangkok Dusit Medical Services Public Company Limited (SET:BDMS)	G.Afrika	11.192	10.893	26,0x
RHÖN-KLINIKUM Aktiengesellschaft (DB:RHK)	Almanya	926	1.138	8,7x
Mediclinic International plc (LSE:MDC)	G.Afrika	6.493	3.358	12,0x
Raffles Medical Group Ltd (SGX:BSL)	Singapur	1.802	1.793	16,6x
Ramsay Health Care Limited (ASX:RHC)	Avustralya	17.772	10.403	15,7x
MEDICLIN Aktiengesellschaft (XTRA:MED)	Almanya	576	188	7,9x
Fortis Healthcare Limited (BSE:532843)	Hindistan	2.927	2.666	22,3x
Bangkok Chain Hospital Public Company Limited (SET:BCH)	Tayland	1.591	1.399	7,2x
HealthCare Global Enterprises Limited (BSE:539787)	Hindistan	567	471	23,9x
Narayana Hrudayalaya Limited (NSEI:NH)	Hindistan	1.812	1.753	23,1x
Pihlajalinna Oyj (HLSE:PIHLIS)	Finlandiya	574	328	8,0x
PT Siloam International Hospitals Tbk (IDX:SILO)	Endonezya	884	914	6,5x
IHH Healthcare Berhad (KLSE:IHH)	Malezya	15.743	13.557	15,8x
National Medical Care Company (SASE:4005)	Suudi arabistan	780	849	15,0x
Chularat Hospital Public Company Limited (SET:CHG)	Tayland	1.095	1.074	9,9x
Wenzhou Kangning Hospital Co., Ltd.	Çin	212	117	5,8x
Virtus Health Limited	Avustralya	587	448	9,1x
<b>Medyan</b>				<b>9,2x</b>

Kaynak: Capital IQ

## Yurt İçi Çarpan Değerlemesi

Sektör	Hisse Kodu	Şirket Adı	Finansal Veriler		Değerlemeler
			FAVÖK - Son 12 Aylık (mn TL)	Net Kar - Son 12 Aylık (mn TL)	FD/FAVÖK
<b>Sağlık Sektörü</b>			4.439,5	3.040,0	8,77x
	DEVA	Deva Holding	819,1	711,3	8,1x
	ECILC	Eczacıbaşı İlaç	105,5	320,0	44,8x
	EGEPO	Nasmed Özel Sağlık Hizmetleri Ticaret	47,8	38,9	18,5x
	GENIL	Gen İlaç Ve Sağlık Ürünleri	331,6	293,6	13,3x
	<b>LKMH</b>	<b>Lokman Hekim</b>	<b>97,7</b>	<b>54,5</b>	<b>6,5x</b>
	MEDTR	Meditera Tıbbi Malzeme	95,8	58,7	12,7x
	MPARK	Mlp Sağlık Hizmetleri	1.265,6	206,7	6,9x
	RTALB	Rta Laboratuvarları	127,1	112,8	6,3x
	SEYKM	Seyitler Kimya	7,0	22,6	37,8x
	SELEC	Selçuk Eczacı Deposu	1.069,6	822,9	5,4x
	ANGEN	Anatolia Tanı Ve Biyoteknoloji Ürün. Araş. Gel.	359,3	333,4	8,7x
	TRILC	Türk İlaç Ve Serum	113,5	64,6	15,7x

Kaynak: Rasyonet

08 Şubat 2022 Salı

Bilanço (TL)	31.12.2020	31.03.2021	30.06.2021	30.09.2021
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>108,3</b>	<b>107,1</b>	<b>110,2</b>	<b>115,1</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	8,3	6,2	4,5	3,9
Ticari Alacaklar	64,2	64,0	65,3	73,1
Diğer Alacaklar	1,4	1,5	1,1	1,7
Stoklar	19,7	18,4	19,8	18,5
Diğer Dönen Varlıklar	14,7	17,1	19,5	17,9
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>281,4</b>	<b>286,7</b>	<b>297,7</b>	<b>340,4</b>
Finansal Yatırımlar	0,0	0,0	0,0	0,0
Kullanım Hakkı Varlıkları	44,5	40,0	38,2	36,4
Maddi Duran Varlıklar	158,3	162,2	171,2	205,4
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	23,2	23,2	23,2	23,1
Diğer Duran Varlıklar	17,7	20,0	20,0	21,8
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>389,7</b>	<b>393,8</b>	<b>407,9</b>	<b>455,5</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>146,2</b>	<b>147,2</b>	<b>157,2</b>	<b>171,7</b>
Finansal Borçlar	66,2	69,4	71,2	78,3
Ticari Borçlar	40,2	38,8	48,5	53,0
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	20,2	20,4	18,1	15,4
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>113,5</b>	<b>106,6</b>	<b>102,2</b>	<b>90,5</b>
Finansal Borçlar	99,9	89,2	81,0	70,0
Uzun Vadeli Karşılıklar	5,1	9,9	11,5	10,7
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Özkaynaklar</b>	<b>129,9</b>	<b>140,0</b>	<b>148,6</b>	<b>193,3</b>
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>389,7</b>	<b>393,8</b>	<b>407,9</b>	<b>455,5</b>

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2020	31.03.2021	30.06.2021	30.09.2021
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>316,7</b>	<b>95,8</b>	<b>196,0</b>	<b>316,0</b>
Satışların Maliyeti (-)	-246,5	-74,5	-151,5	-240,5
<b>Brüt Kar</b>	<b>70,3</b>	<b>21,4</b>	<b>44,5</b>	<b>75,6</b>
Faaliyet Giderleri (-)	-17,0	-5,4	-11,4	-19,1
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir (Gider) - Net	-3,7	0,6	-2,3	-7,2
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>49,6</b>	<b>16,6</b>	<b>30,8</b>	<b>49,3</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir (Gider) - Net	0,3	0,1	0,2	1,7
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>49,9</b>	<b>16,6</b>	<b>31,0</b>	<b>51,0</b>
Finansman Gelir (Gider) - Net	-13,4	-4,1	-8,0	-13,1
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>36,4</b>	<b>12,5</b>	<b>23,0</b>	<b>37,9</b>
Vergi Geliri (Gideri)	-6,7	1,1	2,1	12,6
<b>Net Dönem Karı</b>	<b>24,3</b>	<b>11,0</b>	<b>21,0</b>	<b>42,8</b>

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.