Lokman Hekim 3Ç26 Finansal Sonuç Değerlendirmesi

- **Net Kar Tek Seferlik Gelirle Beklentileri Aştı.** Lokman Hekim <LKMNH TI> 3Ç26'da 772 milyon TL net kar açıkladı. Bu 30 milyon TL olan piyasa beklentisinin ve 20 milyon TL olan tahminimizin oldukça üzerinde gerçekleşti. Net karın yıllık bazda 39 milyon TL'den 772 milyon TL'ye yükselmesinde, maddi duran varlık satışından kaynaklanan tek seferlik gelir belirleyici oldu. Şirket, üçüncü çeyrekte gerçekleştirdiği varlık satışından TFRS kapsamında 884 milyon TL satış karı kaydederken, diğer faaliyet gelirleri 819 milyon TL'ye yükseldi (3Ç25: 36 milyon TL). Söz konusu satış karı hariç tutulduğunda, vergi etkisi dikkate alınmaksızın net kar yaklaşık 110 milyon TL zarara işaret ediyor. Dolayısıyla açıklanan net kar artışını operasyonel karlılıkta iyileşme olarak değerlendirmiyoruz. Nitekim net finansman giderlerinin yıllık bazda iki katına çıkarak 238 milyon TL'ye ulaşması da karlılık üzerindeki genel olarak baskının sürdüğünü gösteriyor.

- **Ciro Beklentilere Paralel.** Şirket, 3Ç26'da 1.395 milyon TL net satış geliri elde ederek 1.391 milyon TL olan piyasa beklentisi ve 1.395 milyon TL olan tahminimizle uyumlu sonuç açıkladı. Net satışlar yıllık bazda %5, çeyreklik bazda %8 artış gösterdi. Reel anlamda ciro büyümesinde; gelir kompozisyonunda artan cepten ödeme ve özel sigorta payının etkili olduğunu düşünüyoruz.

- 9A26'da toplam satış gelirleri yıllık %9 artışla 4.192 milyon TL'ye ulaşırken, gelirlerin yaklaşık %79'unu oluşturan sağlık hizmet gelirleri %3 büyüyerek 3.330 milyon TL oldu. Büyümeyi destekleyen kalemler ise hastane kira gelirleri (%56 artışla 497 milyon TL) ve lojistik gelirleri (%39 artışla 212 milyon TL) olarak öne çıktı. Ödeme türü dağılımında cepten ödemelerin payının 3,8 puan artışla %53,4'e, özel sigorta ve anlaşmalı kurumların payının 3,2 puan artışla %22,5'e yükselmesini olumlu değerlendiriyoruz. SGK'nın payı 5,3 puan düşüşle %13,6'ya, sağlık turizminin payı ise 1,7 puan düşüşle %10,5'e geriledi. Gelir kompozisyonunda cepten ödeme ve özel sigorta payının artmasını, SGK payındaki gerilemeyle birlikte olumlu değerlendiriyoruz.

- **Maliyet Artışı Marjları Baskıladı.** Lokman Hekim, 3Ç26'da 279 milyon TL FAVÖK açıklayarak 315 milyon TL olan piyasa beklentisinin %11, 320 milyon TL olan tahminimizin ise %13 altında kaldı. FAVÖK yıllık bazda %11 gerilerken, FAVÖK marjı 3,6 puan düşüşle %20,0 seviyesinde gerçekleşti. Zayıf performansta satışların maliyetinin net satışlara oranının yıllık bazda 3,3 puan artarak %85,1'e yükselmesi etkili oldu. Bu doğrultuda brüt kar yıllık %14 azalarak 208 milyon TL'ye geriledi. Sektör genelinde hekimlerin bordrolu çalışma sistemine geçişinin maliyet ve marjlar üzerinde %1-2 bandında baskı oluşturduğunu gözlemliyoruz. Dokuz aylık dönemde ise FAVÖK yıllık %9 artışla 912 milyon TL'ye ulaşırken, FAVÖK marjı %21,7 ile geçen yılın aynı dönemine yakın gerçekleşti (9A25: %21,8). Özellikle üçüncü çeyrekteki marj daralmasının yılın son çeyreğinde ne ölçüde telafi edilebileceğini yakından izleyeceğiz.

- **Varlık Satışı Borçluluğu Azaltırken Nakit Akışını Desteklendi.** Şirketin 3Ç26'da gerçekleştirdiği maddi duran varlık satışından sağlanan yaklaşık 1,4 milyar TL nakit girişi, şirketin bilanço görünümünü belirgin şekilde iyileştirdi. Yatırım faaliyetlerinden 1.250 milyon TL nakit akışı elde edilirken, serbest nakit akışı 1.119 milyon TL oldu. Şirket, yaratılan nakdin önemli bölümünü finansal borç ödemelerinde kullanarak 751 milyon TL geri ödeme gerçekleştirdi. Böylece net borç çeyreklik bazda azalarak 1.701 milyon TL'ye geriledi. Şirket yönetiminin takip ettiği düzeltilmiş net borç ise 2025 yıl sonundaki 2.163 milyon TL'den %46,7 düşüşle 1.153 milyon TL'ye, düzeltilmiş net borç/FAVÖK çarpanı da 1,83x'ten 0,92x'e geriledi. Şirketin dokuz aylık yatırım harcaması ise 529 milyon TL oldu.

- **Lokman Hekim için 12 Aylık Hedef Fiyatımızı 21,0 TL ve Tavsiyemizi "AL" Olarak Sürdürüyoruz.** *Şirket, 3Ç26 döneminde hem bizim hem de piyasa beklentilerinin oldukça üzerinde net kar açıklamasına karşın bu performansın sürdürülebilir operasyonel karlılıktan ziyade varlık satışından elde edilen 884 milyon TL tutarındaki kazancın etkili olduğunu gözlemliyoruz*. Ayrıca, cirodaki büyümeye karşın, hekimlerin bordrolu çalışma sistemine geçişinin maliyet ve *marjlar üzerindeki baskısı çeyrek özelinde hissedildi. Ancak varlık satışından elde edilen gelirin borç azaltımında kullanılması, finansman giderleri ve bilanço dayanıklılığının artırılması amacıyla kullanılmasını olumlu değerlendiriyoruz.* Önümüzdeki dönemde hekim maliyetlerinin marjlara etkisini, TTB katsayılarındaki artışın cirolara yansımasını ve Bishkek Medical Center yatırımının katkısını yakından izlemeye devam ediyoruz. *Analist toplantısını sonrasında net kar ve net borç tahminimizi gözden geçireceğiz. Şirket mevcut durumda 2026 tahminlerimize göre 15,2x F/K ve 3,4x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.*

"AL"

Hedef Fiyat: 21,0 TL

Getiri Potansiyeli : %86

Piyasa Bilgileri	
Bloomberg Kodu	LKMNH TI
Tavsiye	AL
Önceki Hedef Fiyat (TL/hisse)	21.0
Hedef Fiyat (TL/hisse)	21.0
Kapanış (TL/hisse)	11.27
Yükseliş Potansiyeli (%)	86%
Piyasa Değeri (milyon TL)	2,434
Piyasa Değeri (milyon USD)	48
Firma Değeri (milyon TL)	4,136
Sermaye (milyon TL)	216
Halka Açıklık Oranı (%)	59.67

Tahminler, TLmn	2025	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	4,234	5,674	7,149
Büyüme (%)	10%	34%	26%
FAVÖK	951	1,218	1,559
Büyüme (%)	10%	28%	28%
Net Kar	150	160	279
Büyüme (%)	-52%	6%	74%
Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	22.5%	21.5%	21.8%
Net Kar Marjı	3.6%	2.8%	3.9%
Borçluluk			
Net Borç	2,264	2,785	3,420
Net Borç /FAVÖK	2.38	2.29	2.19
Değerleme Çarpanları			
F/K	16.2	15.2	8.7
FD/FAVÖK	4.3	3.4	2.7

* 2026 ve 2027 büyüme rakamları nominal olarak hesaplanmıştır.



Analist

Muhammet Çakmak

muhammet.cakmak@kuveytturkyatirim.com.tr

Özet Finansal Görünüm

Gelir Tablosu (milyon TL)	3Ç26	3Ç25	y/y (%)	2Ç26	ç/ç (%)	9A26	9A25	y/y (%)
Net Satışlar	**1,395**	**1,325**	**5**	**1,286**	**8**	**4,192**	**3,835**	**9**
Satışların Maliyeti (-)	1,186	1,084	9	1,092	9	3,473	3,187	9
Brüt Kar/Zarar	**208**	**241**	**-14**	**194**	**7**	**719**	**648**	**11**
Faaliyet Giderleri (-)	94	88	7	100	-6	304	279	9
Esas Faaliyet Karı	**114**	**154**	**-26**	**94**	**21**	**415**	**369**	**13**
Amortisman	164	159	3	164	0	496	466	6
FAVÖK	**279**	**313**	**-11**	**258**	**8**	**912**	**835**	**9**
Diğ. Gelir/Gider (net)	819	36	2,160	104	687	1,004	55	1,740
Yat. Fal. Gel. (net)	14	2	770	1	1,064	19	3	586
Finansal Gelir/Gider (net)	-238	-114	a.d.	-133	a.d.	-576	-237	a.d.
Parasal Kazanç (Kayıp)	56	38	48	78	-28	249	178	40
Vergi Öncesi Kar/Zarar	**709**	**77**	**821**	**67**	**964**	**863**	**189**	**357**
Vergi	71	-4	a.d.	-14	a.d.	-3	-21	a.d.
Kont. Gücü Olmayan Paylar	8	34	-77	17	-53	25	13	89
Ana Ortaklık Net Kar	**772**	**39**	**1,901**	**36**	**2,022**	**835**	**155**	**438**

Karlılık	3Ç26	3Ç25	y/y (%)	2Ç26	ç/ç (%)	9A26	9A25	y/y (%)
Brüt Kar Marjı	14.9%	18.2%	-3.3bps	15.1%	-0.2bps	17%	17%	0.2bps
Esas Faaliyet Kar Marjı	8.2%	11.6%	-3.4bps	7.3%	0.9bps	10%	10%	0.3bps
FAVÖK Marjı	**20.0%**	**23.6%**	**-3.6bps**	**20.1%**	**-0.1bps**	**21.7%**	**21.8%**	**0.0bps**
Vergi Oranı	10.0%	-5.2%	a.d.	-20.4%	a.d.	0%	-11%	a.d.
Net Kar Marjı	55.4%	2.9%	52.5bps	2.8%	52.6bps	19.9%	4%	15.9bps
***Net Borç**	**1,701**	**1,984**	**-14**	**2,649**	**-36**	**1,701**	**1,984**	**-14**
Net Borç (USD)	35	48	-27	57	-39	35	48	-27
Net Borç/FAVÖK	2.05	1.37	67.9bps	1.91	14.3bps	2.05	1.37	67.9bps

Nakit Akım Tablosu	3Ç26	3Ç25	y/y (%)	2Ç26	ç/ç (%)	9A26	9A25	y/y (%)
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-131	-138	a.d.	294	a.d.	480	106	354
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	1,250	-259	a.d.	-184	a.d.	891	-797	a.d.
Serbest Nakit Akımı	**1,119**	**-397**	**a.d.**	**109**	**922**	**1,372**	**-692**	a.d.
Gelirlere Oranı (%)	80.2%	-30.0%	a.d.	9%	71.7bps	32.7%	-18.0%	a.d.
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-751	385	a.d.	-351	a.d.	-1,119	622	a.d.
Yabancı Para Çevrim Farkı Etkisi	0	0	a.d.	0	a.d.	0	0	a.d.
Net Nakit Değişimi	**368**	**-12**	**a.d.**	**-242**	**a.d.**	**252**	**-70**	**a.d.**

* Pozitif rakam net borç, negatif rakam ise net nakit pozisyonunu ifade etmektedir.

** a.d. = Anlamlı Değil

Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Ekibi

Dr. Kutay Gözgör
Araştırma Direktörü

Muhammet Çakmak
Yönetmen
Havacılık, Sağlık, Bilişim, GYO

Ubeyde Safvan Erbaş
Yönetmen
Teknik Analist

Eren Bozdoğan
Yönetmen
Perakende, Sanayi, Savunma

Ali Osman Okut
Uzman Yardımcısı
Çimento

Furkan Ataş
Uzman Yardımcısı

Uğur Kara
Uzman Yardımcısı

İletişim ve Haberleşme için:
arastirma@kuveytturkyatirim.com.tr

Yasal Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Kuveyt Türk Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararla da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.