Tapdi Oksijen - TNZTP

Telekonferans Notu

18 Mayıs 2026

Tapdi Oksijen yöneticileri ile bir toplantı gerçekleştirdik. Yapmış olduğumuz toplantının öne çıkan başlıkları aşağıda yer almaktadır.

- Tapdi Oksijen, 2004 yılında kurulmuş, merkez ofisi İzmir'de olan, genel medikal ve cerrahi hastaneler sektöründe faaliyet gösteren bir şirkettir. Borsa İstanbul'da **Tınaztepe Sağlık Grubu** olarak da bilinir. Şirketin ana faaliyeti, tıp merkezleri ve hastaneler, engelli ve palyatif bakım merkezleri ile güzellik merkezleri işleterek sağlık hizmetleri sunmaktadır. Grubun; Tınaztepe Buca, Tınaztepe Galen ve Tınaztepe Torbalı olmak üzere 3 hastanesi bulunurken 1 adet Buca Tıp Merkezi ile de faaliyetlerini sürdürmektedir. Şirket pay sahiplik oranı; ***i)*** Mehmet Bülent Nuri Bektur %46,18 ***(ii)*** Hakan Kocaoğlu %22,08 ***(iii)*** Tamer Kânoğlu %5,99 ***(iv)*** Halka Açık %25,69 ***(v)*** Hisse Geri Alım %0,06 şeklindedir.

- Tınaztepe, faaliyet gösterdiği tüm hastanelerin mülkleri kendisine ait olduğu için Borsa İstanbul'da işlem gören hastane operatörleri arasında en yüksek FAVÖK marjına sahip şirkettir. İşletme sermayesi ihtiyacı oldukça minimal olup (ciroya oranı %6-7) yüksek nakit akışı elde ediyor.

- Temmuz 2026 itibarıyla yürürlüğe girecek olan doktor maaşlarının bordroya dahil olmasıyla 2Y26'da FAVÖK marjında önemli bir daralma beklenmiyor. Toplam 177 adet hekim sayısının 1/5'i kadarı vergi mükellefi olarak çalışmakta olup düzenlemenin şirket açısından etkisinin oldukça sınırlı olacağı tahmin ediliyor.

- Buca'da devam etmekte olan ve şirketin payına 111 adet daire ile 24 adet işyeri düşen kat karşılığı inşaat projesinde yer alan dairelerin satışı, işyerlerinin kiralanması ve AVM'nin yönetimine ilişkin faaliyetlerin yürütülmesi amacıyla, şirketin %60 oranında pay sahipliği ile Buca Pera Gayrimenkul Danışmanlık İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanlı şirketin kurulmasına ilişkin işlemler tamamlanmıştır. Bu projedeki satışlardan yaklaşık 1,5-2mlrTL'lik gelir ve nakit akışı elde edileceği belirtiliyor.

- Bilançoda yatırım amaçlı gayrimenkuller sınıfında yer alan İzmir ili Bayraklı ilçesindeki tapuya kayıtlı arsa üzerinde %50 - %50 paylaşım oranlı kat karşılığı inşaat sözleşmesi imzalanmıştır. Şirket, projenin tamamlanmasıyla birlikte yaklaşık 1.600 m2 satılabilir alan teslim alacaktır. Sözleşmeye göre projenin ruhsatlandırma süreci dahil 24 ayda tamamlanması öngörülmüştür.

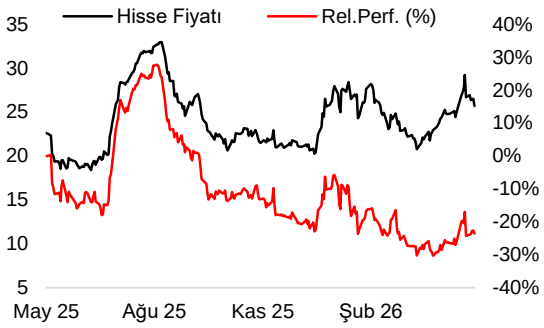
- 2030 yılları arasında yeni bir hastane veya mevcut bir hastaneyi satın alarak rehabilite etme ve büyütme hedefi güncelliğini koruduğu ve bu çerçevede araştırmaların devam ettiği belirtildi.

- Grubun toplam elektrik enerjisi ihtiyacının %60'a yakınını karşılayan 3MW kurulu güce sahip Güneş Enerjisi Santral kapasitesinin artırılması veya yeni bir projeye başlanması öngörülmektedir.

TNZTP	
Bloomberg/Reuters Kodu	**TNZTP TI / TNZTP.IS**
Hisse Fiyatı (TL)	25.72
Piyasa Değeri (mn TL)	10,288
Halka Açıklık (%)	25.69
12 Aylık yüksek/düşük (TL)	32.99 / 18.40
Ort. Gün. İşlem Hacmi (mn USD)	2.5
Net Borç (mn TL) - 1Ç26 sonu	-544
Firma Değeri(mn TL)	9,744

Finansal Veriler	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
Net Satışlar	-	2,731	3,152	3,774
% büyüme	-	22%	15%	20%
FAVÖK	-	686	1,053	1,495
% marj	-	25.1	33.4	39.6
Net Kar	-	1,711	1,815	766
% marj	-	62.7	57.6	20.3
Çarpanlar				
F/K	-	2.8x	4.3x	11.3x
FD/FAVÖK	-	7.8x	7.4x	5.4x
F/DD	-	0.7x	1.0x	1.0x

	1A	**3A**	**12A**	**YBB**
Rel. Getiri	7%	-9%	-24%	-1%
Mutlak	8%	-7%	15%	26%



Analist: Yusuf Evkuran

Gelecek Planları & Stratejiler & Riskler

- İzmir ili Balçova ilçesi'nde bulunan AVM ve 176 yataklı Otel binasından oluşan toplam 58 bin m2 kapalı alana sahip kompleks yapı; ağırlıkla sağlık turizmine yönelik faaliyet gösterecek tam teşekküllü bir hastane ile laboratuvarlar, fizik tedavi merkezleri, sağlıklı yaşam spor alanları, medikal malzeme ve ilaç satıcıları vb. tıbbi yan hizmetlerin sunulacağı bir sağlık kompleksine dönüştürülecek. Projenin başlangıç tarihi Haziran 2026 olup 2028 yıl sonunda tamamlanması bekleniyor. Projenin başlangıç yatak sayısı 100 kapasiteli olup 2029 yılında konsolide hasta sayısını %40 artıracağı tahmin edliyior. Bu yatırım ile şirket ciro ve FAVÖK'ünün gelecek 3 sene içerisinde reel olarak ikiye katlayacağı bekleniyor.



- Şirketin, büyüme potansiyeli gördüğü Balkanlar'da 2027-2030 yılları arasında yeni bir hastane veya mevcut bir hastaneyi satın alarak rehabilite etme ve büyütme hedefi güncelliğini koruduğu ve bu çerçevede araştırmaların devam ettiği belirtildi.

- Grubun toplam elektrik enerjisi ihtiyacının %60'a yakınını karşılayan 3MW kurulu güce sahip Güneş Enerjisi Santral kapasitesinin artırılması veya yeni bir projeye başlanması öngörülmektedir.

- **1Ç26 finansal sonuçlarını hatırlayalım.** 1Ç26 döneminde satış gelirleri yıllık %3 büyüme ile 963mnTL'ye yükselirken brüt kâr yıllık %4 azalışla 327mnTL oldu. Brüt marjı ise satılan hizmet maliyetlerindeki yükselişten kaynaklı yıllık 230bp azalışla %33,8 seviyesinde gerçekleşti. Genel yönetim giderlerindeki disiplinli azalışın etkisi sayesinde FAVÖK, yıllık %8 artışla 350mnTL oldu. Operasyonel giderler / satışlar oranı ise %3,7 ile oldukça düşük bir seviyede gerçekleşti (1Ç25: %7,0). Bu sayede, FAVÖK marjı 182bp iyileşme gösterdi ve %36,1'e ulaştı. Şirket, faiz gelirlerindeki yükselişin de etkisiyle 67mnTL net finansman gideri kaydederken (1Ç25: -10mnTL) enflasyon muhasebesi kaynaklı 21mnTL net parasal kazanç açıkladı (1Ç25: 62mnTL). Şirket, bu dönemde geçen sene 189mnTL'nin bir hayli üzerinde 343mnTL vergi öncesi kâr elde etti. Buna karşın, esas faaliyet kârındaki güçlü artışa rağmen enflasyon muhasebesinin etkisiyle ertelenmiş vergi giderlerindeki artışa bağlı olarak yıllık %18 azalışla 73mnTL net kâr açıkladı. Esas faaliyet kârındaki güçlü artışa rağmen dönem kârının, VUK tarafında kaldırılan ancak TFRS tarafında uygulanmaya devam eden enflasyon muhasebesinin etkisiyle ertelenmiş vergi giderlerindeki artışa bağlı olarak geçen yılın aynı dönemine göre göreceli olarak düştüğünü belirtelim. 1Ç26 sonu itibarıyla net nakit pozisyonunun 544mnTL ile oldukça güçlü bir seviyede olduğunu düşünüyoruz.

TNZTP 1Ç26 Finansal Sonuçları

Gelir Tablosu	2025/1Ç (mn TL)	2025/4Ç (mn TL)	2026/1Ç (mn TL)	Değişim (ç/ç %)	Değişim (y/y %)
Net Satışlar	**941**	**966**	**969**	**0%**	**3%**
Satılan Malın Maliyeti	-602	-592	-642	8%	7%
Brüt Kâr	340	374	327	-12%	-4%
Faaliyet Giderleri	-66	-73	-35	-52%	-47%
Esas Faaliyet Kârı	**273**	**301**	**292**	**-3%**	**7%**
Amortisman ve İtfa Giderleri	50	58	58	0%	17%
FAVÖK	**323**	**359**	**350**	**-3%**	**8%**
Esas Faal. Diğer Gelirler/(Giderler)	-135	7	-28	-513%	-79%
Yatırım Faal. Gelirler/(Giderler)	-2	0	-14	-3005%	544%
İştirak Gelirleri/(Giderleri)	0	0	0	0%	0%
Net Finansman Gelirleri/(Giderleri)	-10	-206	67	-133%	-773%
Net parasal kazanç/ kayıp	62	-219	21	-110%	-66%
Vergi Öncesi Kâr	**189**	**-118**	**343**	**-390%**	**82%**
Vergi Giderleri	-100	401	-270	-167%	169%
Azınlık Payı	0	0	0	0%	0%
Net Kâr/(Zarar)	**88**	**283**	**73**	**-74%**	**-18%**

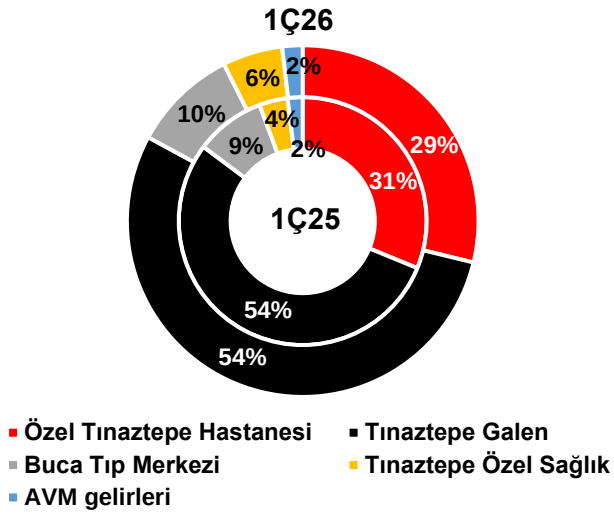
Operasyonel Kârlılık					
Brüt Kar Marjı	36.1%	38.7%	33.8%	-493 bps	-229 bps
FAVÖK Marjı	34.3%	37.2%	36.1%	-106 bps	182 bps
Esas Faaliyet Kar Marjı	29.0%	31.2%	30.1%	-103 bps	109 bps
Efektif Vergi Oranı	-53.1%	-338.8%	-78.7%	26,008 bps	-2,565 bps
Net Kar Marjı	9.4%	29.2%	7.5%	-2,173 bps	-189 bps

Bilanço	2025/03 (mn TL)	2025/12 (mn TL)	2026/03 (mn TL)	Değişim (ç/ç %)	Değişim (y/y %)
Nakit ve Nakit Benzerleri	430	796	1,365	71%	218%
Ticari Alacaklar	366	398	460	16%	26%
Stoklar	104	124	114	-8%	9%
Maddi Duran Varlıklar	7,007	7,152	7,104	-1%	1%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2	7	10	51%	485%
Toplam Varlıklar	10,030	10,533	11,147	6%	11%
Finansal Borçlar (Toplam)	583	430	821	91%	41%
Ticari Borçlar	268	300	287	-4%	7%
Özkaynaklar	7,994	8,812	8,885	1%	11%
Toplam Yükümlülükler	10,030	10,533	11,147	6%	11%
Net borç / (Net Nakit)	153	-367	-544	48%	-455%

Kaynak: Finnet, Şirket

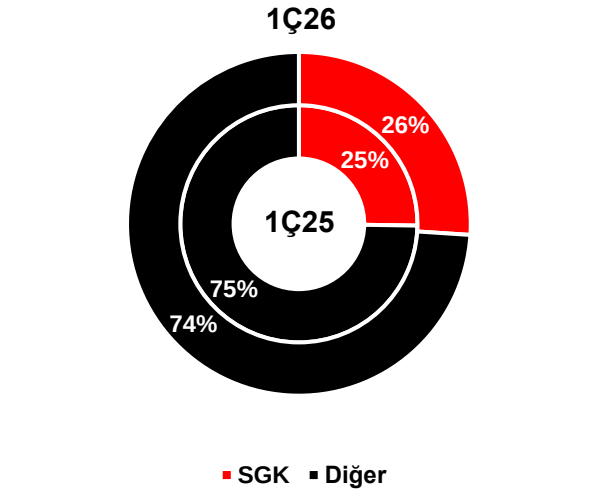
- Şirkete ait hastane ve kuruma bazında gelir dağılımları aşağıdaki gibidir.

1Ç26 & 1Ç25 Hastane Bazında Sağlık Gelirleri



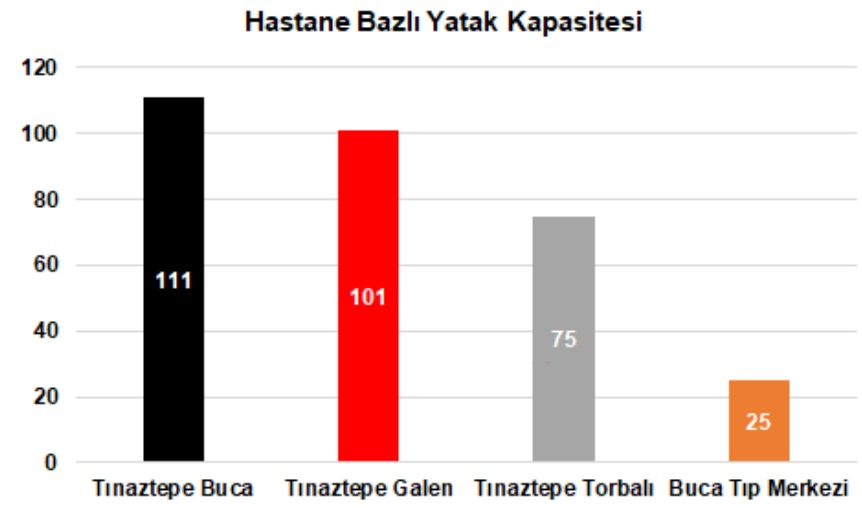
Kaynak: Şirket Faaliyet Raporu

1Ç26 & 1Ç25 Kurum Bazında Sağlık Gelirleri



Kaynak: Şirket Faaliyet Raporu

- Şirkete ait hastane bazlı yatak kapasitesi aşağıdaki gibidir.



Kaynak: Şirket Faaliyet Raporu

Değerleme Yaklaşımı

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerinde tek bir yönteme bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerleme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. BIST-100'ün "Beklenen Piyasa Getirisi", araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır.

Derecelendirme Metodolojisi

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş, araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir. Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonundaki "Beklenen Piyasa Getirisi"nin en az %30 üzerinde olan hisselere ENDEKS ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %25'inden az olan hisselere ENDEKS ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +30%/-%25'lik bant içerisinde kalan hisselere verilen öneridir.

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.