

Horoz Lojistik'i "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyesi ile 29% getiri potansiyeline işaret eden 73.98TL adil değer/pay ile araştırma kapsamımıza alıyoruz.

Yatırım Özeti: Horoz Lojistik'i, Türkiye'de ölçekli operasyon ağına sahip, ancak klasik bilanço-yoğun taşımacılık oyuncularından daha esnek kapasite mimarisiyle ayrılan bir entegre lojistik hizmet sağlayıcısı olarak değerlendiriyoruz. Şirket; taşımacılık, depolama, dağıtım, e-ticaret lojistiği ve uluslararası lojistik faaliyetlerini kapsayan uçtan uca hizmet yapısını, teknoloji tabanlı süreç entegrasyonu ve alt yüklenici ağı ile destekleyerek daha ölçeklenebilir bir iş modeline dönüştürmektedir. Bu yapı, Horoz'u yalnızca operasyon icra eden bir lojistik şirketi olmaktan çıkarıp, müşteri adına tedarik zinciri süreçlerini yöneten daha entegre bir çözüm sağlayıcıya yaklaştırmaktadır. (Devamı --> Sayfa 2/Yatırım Tezi)

Ölçekli ve varlık-hafif (asset-light) ağı: Türkiye geneline yayılmış operasyon ağı ile alt yüklenici ve kiralama ağırlıklı yapı, büyümenin bilanço üzerindeki sermaye yükünü görece sınırlamaktadır. Kullanım hakkı varlıklarının toplam duran varlıklara oranı %63 seviyesindedir. (Sayfa 5)

Gelir karmasının kârlılığı iyileştirme potansiyeli: E-ticaret depolama, kontrat lojistiği ve uluslararası operasyonların payı arttıkça gelir kalitesi ve marj yapısı desteklenebilir. (Sayfa 21)

Orta vadeli orkestrasyon opsiyonu: Teknoloji destekli entegrasyon kabiliyeti, şirketin 3PL kökleri (Devamı --> Sayfa 2/Yatırım Tezi ve Sayfa 7/İş Modeli) üzerine daha entegre bir lojistik çözüm modeline evrilme potansiyeli sunmaktadır.

Teşvikler kârlılığı destekliyor: E-ihracat konsorsiyum statüsü, AR-GE merkezi statüsü ve YLDA teşvik programı, orta vadeli büyüme ve kârlılığı destekleyen unsurlar arasında yer almaktadır.

Benzerlerine göre iskontolu işlem görüyor: Şirket payları 2026T ve 2027T dönemleri için sırasıyla 3.9x ve 3.4x FD/FAVÖK ile 17.1x ve 10.8x F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir. Düzeltilmiş FAVÖK ve net borç üzerinden bakıldığında bu çarpanlar 4.6x ve 3.8x seviyesindedir. Yurtdışı benzerlerinin medyan çarpanları ise aynı dönemler için FD/FAVÖK bazında 9.1x ve 8.1x, F/K bazında 23.6x ve 18.4x seviyesindedir. Buna göre şirket, 2026T-2027T döneminde harmanlanmış FD/FAVÖK ve F/K bazında ortalama %43 iskontoyla işlem görmektedir. (Devamı --> Sayfa 17-18/Değerleme)

milyon TL	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	12.026	16.041	20.345	25.150	30.942	37.697
FAVÖK	1.480	2.145	2.692	3.348	4.082	4.929
Net Kar	-76	304	481	706	952	1.128
Brüt Kar Marjı	10,3%	12,1%	12,0%	12,2%	11,9%	11,6%
FAVÖK Marjı	12,3%	13,4%	13,2%	13,3%	13,2%	13,1%
Net Kar Marjı	-0,6%	1,9%	2,4%	2,8%	3,1%	3,0%
F/K (x)	-68,5	17,1	10,8	7,4	5,5	4,6
PD/DD (x)	1,4	1,1	0,9	0,7	0,6	0,5
FD/FAVÖK (x)	5,2	3,9	3,4	3,0	2,7	2,5
FD/Satışlar (x)	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3
Özsermaye Karlılığı	-2,0%	6,5%	8,3%	9,9%	11,0%	10,9%
Temettü Verimi	0,0%	0,0%	0,0%	4,6%	5,4%	6,6%
düz. FD/FAVÖK	7,3	4,6	3,8	3,1	3,4	2,9

HOROZ LOJİSTİK KARGO HİZMETLERİ

ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ



Şirket Raporu	
Hisse Bilgileri	
Sektör	Taşımacılık ve Lojistik
Bloomberg / Reuters Kodu	HOROZ.TI / HOROZ.IS
Fiyat (TL/hisse)	57,45
Hedef Fiyat (TL/hisse)	73,98
Potansiyel Getiri	29%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	43,94-73,7
Piyasa Değeri (milyon TL)	5.299
Firma Değeri (milyon TL)	7.672
Filial Dolaşım PD (milyon TL)	1.404
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	90
Dolaşımdaki Paylar	%27
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%0,0
3 Ay Önce	%0,3

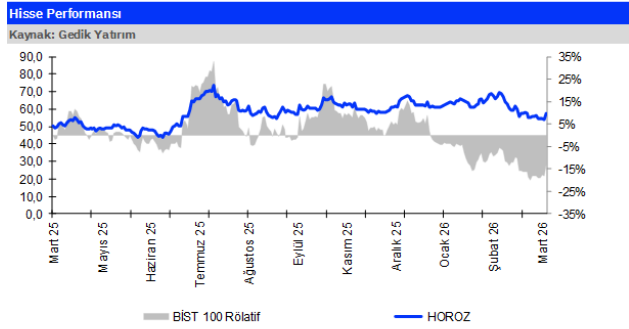
İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	1.061	972	1.188	1.516
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	58.506	55.480	75.041	90.265
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	54,2-57,45	91,83 -103,46	89,18 -103,46	43,94-73,7

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	-%9	-%7	-%8	%16
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	-%1	-%17	-%19	-%12

Ortaklık Yapısı	
Taner Horoz	%73
Halka Açık	%27

Şirket Özeti

Şirket, uluslararası karayolu taşımacılığı, yurt içi karayolu taşımacılığı, depoculuk, ülke genelinde parsiyel ürün dağıtım ve e-ticaret depoculuğu alanlarında hizmetler sunmakta olup 3. parti lojistik hizmetler sağlayan bir operatördür.



* 30/03/2026 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Mehmet Mumcu

Araştırma Müdür Yardımcısı

mehmet.mumcu@gedik.com

+90 216 453 00 00

Yatırım Tezi

Horoz Lojistik'i, Türkiye'de ölçekli operasyon ağına sahip, ancak klasik bilanço-yoğun taşımacılık oyuncularından daha esnek kapasite mimarisiyle ayrılan entegre bir lojistik hizmet sağlayıcısı olarak değerlendiriyoruz. Şirket; taşımacılık, depolama, dağıtım, e-ticaret lojistiği ve uluslararası lojistik faaliyetlerini kapsayan uçtan uca hizmet yapısını, teknoloji tabanlı süreç entegrasyonu ve alt yüklenici ağı ile destekleyerek daha ölçeklenebilir bir iş modeline dönüştürmektedir. Bu yapı, Horoz'u yalnızca operasyon icra eden bir lojistik şirketi olmaktan çıkararak, müşteri adına tedarik zinciri süreçlerini daha entegre biçimde yöneten bir çözüm sağlayıcıya yaklaştırmaktadır.

Bize göre yatırım hikâyesinin merkezinde **dört karma unsur** yer almaktadır:

- Varlık hafif (asset-light) operasyon modeli ve alt yüklenici ağı ile ölçeklenebilir kapasite yönetimi
- E-ticaret ve katma değerli hizmetlerle iyileşebilecek hizmet karması
- Kontrat lojistiği ve depolama ile desteklenen gelir görünürlüğü
- Teknoloji tabanlı süreç entegrasyonu ve buna bağlı sektörel dikey uzmanlaşma

Şirket, Türkiye genelinde 81 il ve 922 ilçede 98 operasyonel lokasyonda faaliyet göstermektedir. Toplam yönetilen kapalı alan yaklaşık 730 bin m² (yurtiçi 709 bin m²) seviyesindedir. Özmal yoğunluğunun oldukça düşük olması; büyümenin bilanço-yoğun filo yatırımlarına dayanmadan sürdürülebilmesine imkân tanımaktadır.

Horoz'u öne çıkaran temel unsurun, büyümeyi yalnızca hacim artışı üzerinden değil, hizmet karmasını daha yüksek katma değerli alanlara taşıma kapasitesi üzerinden de kurabilmesi olduğunu düşünüyoruz. Yurtiçi dağıtım faaliyetleri işin omurgasını oluşturmaya devam ederken; depolama, kontrat lojistiği, e-ticaret fulfillment, son kilometre teslimat, montaj/kurulum ve iade yönetimi gibi hizmetler müşteri bağlılığı, gelir görünürlüğü ve marj kalitesi açısından daha güçlü bir profil sunmaktadır. Özellikle depolama ve kontrat lojistiği faaliyetlerinin daha yüksek operasyonel entegrasyon gerektirmesi ve uzun vadeli sözleşmelerle desteklenmesi, şirketin zaman içinde daha kaliteli gelir üreten bir yapıya evrilebileceğine işaret etmektedir. Uluslararası Kara, Hava ve Deniz Yolu Taşımacılığı alanları ise döviz yaratımı konusunda ek destek niteliğindedir.

Şirketin mevcut yapısı güçlü biçimde 3PL karakteri taşımakla birlikte; operasyonel dönüşüm yönü, daha yüksek entegrasyonlu bir lojistik modeline işaret etmektedir. Biz bu dönüşümü, henüz bir 4PL hikâyesi olarak değil, orta vadeli bir yukarı yönlü opsiyon olarak değerlendiriyoruz. (Devamı --> Sayfa 7/İş Modeli) Müşteri sistemleriyle entegrasyon, süreç planlama, depo-stok yönetimi, taşıma-aktarma koordinasyonu, son kilometre ve katma değerli hizmetlerin tek çatı altında sunulması, bu potansiyeli desteklemektedir. Bu nedenle şirketi "tamamlanmış dönüşüm" üzerinden değil, "artan entegrasyon ve orkestrasyon kabiliyeti" üzerinden tanımlamayı daha sağlıklı buluyoruz. Bu yaklaşım, şirketi geleneksel lojistik sağlayıcılar ile teknoloji destekli platform oyuncularını arasında hibrit bir konuma taşımaktadır.

Öte yandan, yatırım tezinin tamamen risksiz olmadığını düşünüyoruz. Lojistik sektörü yapısal olarak rekabetçi ve görece düşük marjlı bir alan olmaya devam ederken; talep görünümündeki zayıflama, akaryakıt/navlun/ücret oynaklığı, e-ticaret regülasyonları ve müşteri yoğunlaşması gibi başlıklar yakından izlenmelidir. Ayrıca modelimizde belirli teşvik etkilerinin zaman içinde devreden çıkması, ileri dönem kârlılık patikasında baz etkisi yaratmaktadır. Bu nedenle Horoz'u, kısa vadeli döngüsel oynaklıklardan tamamen bağımsız olmayan; ancak orta vadede daha yüksek katma değerli lojistik çözümlerine geçiş potansiyeli sayesinde ayrışabilecek bir oyuncu olarak konumluyoruz.

Katalistler:**i) E-ticaret ve fulfillment büyümesi:**

E-ticaret depoculuk ve lojistik hizmetleri, kurumsal müşteri tabanı ile büyüme potansiyeli yüksek alanlar arasında yer almaktadır. Bu segmentte sağlanacak ölçek artışı, şirketin daha yüksek katma değerli hizmet karmasına geçişini destekleyebilir.

ii) Kontrat lojistiği ve depolama payının artması:

Uzun vadeli sözleşmelerle yürütülen ve yüksek operasyonel entegrasyon gerektiren depolama ile kontrat lojistiği faaliyetleri, gelir görünürlüğü ve müşteri bağlılığı açısından önem taşımaktadır. Bu iş kollarının toplam gelir içindeki payının artması, marj kalitesi açısından destekleyici olabilir.

iii) Uluslararası operasyonlar & yurtdışı depo ağıının genişlemesi:

Almanya, İngiltere, Fransa, Hollanda ve Romanya'daki depo varlığı ile uluslararası taşımacılık kabiliyeti, Horoz'un sınır ötesi lojistik çözümlerini ölçeklendirmesine ve FX bazlı gelir kapasitesini artırmaya katkı sağlayabilir.

iv) Teknoloji entegrasyonu ve platform kabiliyeti:

Müşteri sistemleriyle entegrasyon, veri odaklı operasyon yönetimi ve süreç planlama kabiliyetinin derinleşmesi, hizmet kalitesini ve müşteri bağlılığını artırabilir. Bu durum hem operasyonel verimlilik hem de fiyatlama gücü açısından olumlu sonuçlar doğurabilir.

v) Teşviklerin destekleyici etkisi:

AR-GE merkezi statüsü yazılım ve süreç geliştirme kabiliyetini desteklerken; YLDA teşviği 5 yıllık dönem boyunca kârlılığı destekleyici katkı sunmaktadır (2028'de sona eriyor). E-ihracat konsorsiyum üyeliği ise sınır ötesi lojistik ve e-ihracat ekosistemindeki konumlanmayı güçlendiren bir unsur olarak öne çıkmaktadır.

Riskler:**i) Rekabetçi ve görece düşük marjlı sektör yapısı:**

Lojistik sektörü, fiyat rekabetinin yoğun olduğu ve marjların yapısal olarak baskı altında kalabildiği bir alan olmaya devam etmektedir. Bu nedenle büyümenin kârlılığa dönüşüm hızı beklentilerin altında kalabilir.

ii) Makro talep ve müşteri hacimlerine duyarlılık:

Yurtiçi dağıtım ve sektör bazlı lojistik faaliyetler, iç talep görünümü ve müşteri sipariş hacimleriyle yakından ilişkilidir. Özellikle dayanıklı tüketim, e-ticaret ve perakende kaynaklı hacim oynaklığı finansallara yansiyabilir.

iii) Akaryakıt, navlun, ücret ve finansman maliyeti oynaklığı:

Maliyet kalemlerindeki dalgalanma, özellikle fiyat geçişkenliğinin geciktiği dönemlerde marj baskısı yaratabilir. İran/Hürmüz kaynaklı gelişmeler de kısa vadede petrol ve navlun oynaklığı üzerinden baskı oluşturabilir.

iv) Teşvik etkisinin sönümlenmesi:

Bazı dönemlerde kârlılığı destekleyen teşvik katkılarının ortadan kalkması, ileri dönem kâr büyümesinde baz etkisi yaratabilir. Bu nedenle teşvik destekli dönemlerin ardından oluşacak normalleşmiş kârlılık seviyesi dikkatle izlenmelidir.

v) Müşteri yoğunlaşması ve operasyonel kalite riski:

Alt yüklenici ağıyla çalışan asset-light model esneklik sağlasa da, kalite standardı, teslimat performansı ve maliyet kontrolü açısından iyi yönetilmesi gereken bir yapıdır. Benzer şekilde, belirli müşteri ve dikeylerde yoğunlaşma da risk yaratabilir.

Şirket Hakkında

Horoz Lojistik 1998 yılında İstanbul'da kurulmuş olup, 2000 yılında uluslararası lojistik sektörünün büyük oyuncularından Bolloré Group ile ortaklık kurmasının ardından, 2007 yılında ise Türkiye çapında eve teslimat hizmetlerinin başlatmış; 2010'lu yıllarda ise gerçekleştirdiği depo yatırımlarıyla operasyonel kapasitesini genişletmiştir. 2021 yılında e-ticaret lojistiği alanına giriş yapan şirket, 7 Haziran 2024'te ise Türkiye'de halka arz olmuştur. Halka açıklık oranı %27,2 seviyesinde olup; Ara25 toplam çalışan sayısı ise 1.935'tir.

Şirket, Türkiye genelinde 81 il ve 922 ilçede 98 operasyonel lokasyonda faaliyet göstermektedir. Toplam yönetilen kapalı alan yaklaşık 730 bin m² (yurtiçi 709 bin m²) seviyesindedir. (Faaliyet kiralamalarına konu kullanım hakkı varlıkları 86 adet bina - aktarma, dağıtım merkezi ve depo- ve 159 adet taşıt (iç kullanım dahil) olmak üzere toplam 166 adet sözleşmeden oluşmaktadır. Binalar için ortalama kira süresi 5 yıl olup taşıtlar için bu süre 2 yıldır)

Horoz Lojistik, **uluslararası operasyonları ve yurtdışı depo ağı** sayesinde sınır ötesi lojistik hizmetlerini ölçeklendirebilmekte ve global müşterilere daha entegre çözümler sunabilmektedir. Bu bağlamda; Almanya, Duisburg'da 8 bin m², İngiltere, Kettering'de 5 bin m² ve Fransa, Lyon'da 2 bin m² büyüklüğünde depo alanı bulunmaktadır. Ayrıca Hollanda 4 bin m² ve Romanya 1 bin m² depoları da hizmete girmiştir. İstanbul'daki merkez ofisine ek olarak Bursa, Kocaeli, İzmir, Ankara ve Mersin'de bölge ofisleri yer almaktadır.

Operasyon modeli, **bordrolu çalışanların yanı sıra alt yüklenici iş ortaklarından oluşan geniş bir ekosistem** tarafından desteklenmektedir. Bu yapı, kapasite yönetiminde esneklik sağlarken talep dalgalanmalarına daha hızlı uyum imkânı sunmakta ve şirketin **varlık hafif** operasyon yaklaşımını güçlendirmektedir.

Horoz Lojistik; çeşitli sektörlerde global ve/veya yerel anlamda tanınmış ve büyük ölçeğe sahip müşterilerine **entegre depolama ve dağıtım** çözümleri sunmakta olup; bu kapsamda depolama, sipariş karşılama ve kurulum hizmetlerini üstlenmektedir. Bu bağlamda; şirket kurumsal müşterilerinin mağaza besleme ve e-ticaret siparişlerinin hazırlanması operasyonunu yönetmekte ve günlük yaklaşık 250 bin sipariş işlemektedir. Bu alanda teknoloji ve kapasite yatırımları da devam etmekte olup; toplam depolama kapasitesinin güncel durumda yaklaşık beşte birlik kısmı e-ticarete hizmet veren otomasyonlu depolara ayrılmıştır. Bu segment, daha yüksek marj etkisiyle anlamlı FAVÖK katkısı sağlamaktadır.

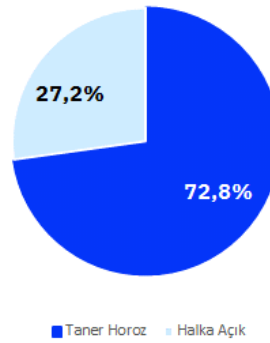
Şirket ayrıca; pazar yerlerindeki büyük hacimli ürünlerin taşınmasında, pazar yerlerine hizmet vermektedir. Ayrıca, Şirket'in Türkiye'de Temu ile büyük hacimli e-ticaret ürünlerinin teslimatını kapsayan bir anlaşmaya vardığını da not etmek gerekir. Bu stratejik iş birliğinin e-ticaret lojistiğinde sinerji yaratması ve gelir ile kârlılık üzerinde olumlu etkide bulunması beklenmektedir. Bu konuya ilişkin olarak hayata geçen korumacı önlemlerin Temu'nun kuracağı operasyon şemasına ve dolayısıyla Horoz Lojistik'e etkileri henüz öngörülebilir seviyede olmasa da; bu entegrasyonun sağlanması durumunda Horoz Lojistik'e önemli bir değer katabileceğini düşünüyoruz.

E-ihracat ekosistemine yönelik platform çözümleri ve ürün mülkiyeti üstlenmeden değer zincirinin yönetilmesini sağlayan iş modeli, şirkete eki bir işletme sermayesi ihtiyacı getirmezken; marj artırıcı ve ölçeklenebilir büyüme potansiyeli yaratmaktadır.

Horoz'un stratejik dönüşümünde **dijitalleşme** merkezi rol oynamaktadır. Şirket, otomasyon, yazılım geliştirme ve platform entegrasyonları aracılığıyla lojistik operasyonların uçtan uca dijital yönetimini hedeflemektedir. Şirket bünyesinde oluşturulan geniş yazılım ekibi; depo yönetimi, rota optimizasyonu, sürücü ödemeleri takibi, stok/muhasebe entegrasyonu ve diğer müşteri sistemleriyle entegrasyon gibi alanlarda operasyonel kabiliyetlerin geliştirilmesine katkı sağlamaktadır. Bu dijital altyapı, Horoz'un lojistik operasyonları koordine eden ve farklı hizmet sağlayıcıları entegre eden platform lojistik modeline geçişini desteklemektedir.

Sermaye Yapısı

Şirket'in 360mn TL kayıtlı sermaye tavanı olup; 90.5mn TL ödenmiş sermayesi bulunmaktadır.



Kaynak: Mali Tablolar

Bağlı Ortaklıklar

Bağlı Ortaklıklar	Ülke	Etkin Ortaklık Payı	
		2025	2024
Horoz Logistics Ltd.	İngiltere	100%	100%
Horoz Logistics GMBH	Almanya	100%	100%
Horoz Logistics Inc.	ABD	100%	-
Horoz Logistics S.R.L.	Romanya	100%	-
Horoz Logistics B.V.	Hollanda	100%	-
Tradeport Teknolojik Yazılım Tic. A.Ş.	Türkiye	100%	-

Kaynak: Mali Tablolar

Yurtdışı ülkelerde faaliyet gösteren şirketler yurtdışı depo yatırımlarını temsil etmekte olup; Tradeport ise pazaryeri entegrasyon firması olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, Tradeport'un tamamını 96,9mnTL bedelle Tem25 döneminde satın almıştır.

Şirket uluslararası taşımacılık faaliyetlerini Eyl24'e kadar Horoz Bollore Logistics Taşımacılık A.Ş.'deki %47.95'lik payıyla "Özkaynak Yöntemiyle Değerleme" muhasebe metoduyla finansallarında taşıyordu. İlgili firma Eyl24'te 16.7mn USD karşılığında Bollore Logistics'e satılmış olup, 2025 yılında ise Horoz Lojistik çatısı altında bu alana yeniden giriş yapılmıştır.

İş Modeli

Horoz'un mevcut yapısı ağırlıklı olarak 3PL karakteri taşıırken, teknoloji tabanlı entegrasyon ve süreç yönetimi kabiliyetleri daha yüksek entegrasyonlu bir modele geçiş potansiyeli sunmaktadır. Bu dönüşümü bir 4PL hikâyesi olarak değil, orta vadeli bir dönüşüm opsiyonu olarak değerlendiriyoruz. Dolayısıyla, Horoz Lojistik'i geleneksel lojistik sağlayıcıları ile teknoloji destekli platform oyuncuları arasında hibrit bir konumda görüyoruz.

Horoz Lojistik'in iş modeli, müşterilerin tedarik zinciri süreçlerine yönelik entegre lojistik çözümlerinin tek çatı altında sunulmasına dayanmaktadır. Şirket; taşımacılık, depolama, dağıtım ve çeşitli katma değerli hizmetleri bir arada sunarak müşterilerinin lojistik operasyonlarının planlanması, koordinasyonu ve icrasında aktif rol üstlenmektedir. Bu yapı, Horoz'u yalnızca operasyon icra eden bir hizmet sağlayıcı olmaktan çıkarak daha entegre bir çözüm ortağı konumuna taşımaktadır.

Şirket, **sınırlı özmal varlık yapısı ve yaygın iş ortağı ağı** sayesinde talep dalgalanmalarına esnek yanıt verebilmekte; böylece *büyümeyi yüksek sermaye ihtiyacına dayanmadan sürdürebilmektedir*. Horoz'un değer zinciri içindeki rolü yalnızca taşıma veya depolama hizmeti sunmakla sınırlı olmayıp; operasyon tasarımı, planlama, stok ve depo yönetimi, taşıma ve aktarma organizasyonu ve son kilometre teslimat hizmetlerini de kapsamaktadır.

Horoz'un faaliyet modeli **sektörel uzmanlaşma** ile desteklenmektedir. *Dayanıklı tüketim, e-ticaret, mobilya ve benzeri dikeylerde geliştirilen operasyonel kabiliyet, müşteri ihtiyaçlarına daha özel çözümler sunulmasına olanak tanırken; kontrat lojistiği ve depolama faaliyetleri de gelir görünürlüğünü desteklemektedir*. Bize göre bu yapı, Horoz'un büyümeyi yalnızca taşıma hacmi artışıyla değil; ağ yoğunluğu, müşteri entegrasyonu, hizmet karmasındaki iyileşme ve operasyonel verimlilik üzerinden desteklemesine imkân tanımaktadır. *Alt yüklenici ağı ve leasing ağırlıklı varlık yapısı sermaye verimliliğini desteklerken, entegre hizmet modeli de ölçek büyüdükçe daha güçlü müşteri bağlılığı ve daha yüksek katma değer yaratma potansiyeli sunmaktadır*.

3PL, 4PL ve Kontrat Lojistiği kavramları ne ifade ediyor?

3PL (Third-Party Logistics), taşımacılık, depolama, dağıtım ve fulfillment gibi lojistik operasyonların dış kaynak kullanımı yoluyla uzman bir hizmet sağlayıcı tarafından yürütülmesini ifade eder.

4PL (Fourth-Party Logistics) lojistik faaliyetlerin yalnızca icrasını değil; farklı hizmet sağlayıcıların entegrasyonu, süreç tasarımı, planlama ve tedarik zinciri koordinasyonunun müşteri adına daha üst seviyede yönetilmesini ifade etmektedir.

Kontrat Lojistiği büyük üretici veya dağıtıcı şirketlerin hammaddeden nihai tüketime kadar uzanan ürün ve malzeme akışında, üretim dışındaki lojistik süreçleri stratejik iş ortaklığı çerçevesinde uzman bir lojistik hizmet sağlayıcısına devretmesini ifade etmektedir. Depolama, stok yönetimi, sipariş hazırlama, paketleme, dağıtım koordinasyonu ve iade yönetimi gibi operasyonları kapsayan bu model, yüksek operasyonel entegrasyon seviyesi sayesinde gelir görünürlüğü ve müşteri bağlılığını desteklemektedir.

Hizmetler

Yurtiçi Dağıtım Hizmetleri (~%44 hasılat payı)

B2B ve B2C teslimatları kapsayan yurtiçi dağıtım faaliyetleri, yıllık yaklaşık 4 milyon sipariş ve yaklaşık 650 müşteri ile şirket operasyonlarının temelini oluşturmaktadır. Geniş dağıtım ağı ve lojistik merkezleri sayesinde yüksek hacimli teslimatlar etkin şekilde yönetilmekte olup, bu segment ciro omurgası açısından kritik önem taşımaktadır.

Yurtiçi Komple Taşımacılık (FTL) (~%15 hasılat payı)

Ağırlıklı olarak beyaz eşya, otomotiv parçaları, hızlı tüketim, çelik, inşaat ve tarım sektörlerine hizmet veren bu segment, yıllık yaklaşık 65 bin sefer ve 900 bin ton taşıma hacmine ulaşmaktadır. FTL faaliyetleri operasyonel ölçek ve müşteri erişimi açısından önemli bir tamamlayıcı unsur oluşturmaktadır.

Depoculuk (~%12 hasılat payı)

Yıllık yaklaşık 12 milyon sipariş hizmeti sunan depoculuk faaliyetleri, stok yönetimi, sipariş hazırlama, paketleme ve dağıtım koordinasyonu gibi katma değerli süreçleri kapsamaktadır. Yüksek operasyonel entegrasyon ve sözleşme bazlı yapı nedeniyle gelir görünürlüğü açısından öne çıkmaktadır.

E-ticaret Depoculuk ve Lojistik Hizmetleri (~%6 hasılat payı)

Günlük 250 bin sipariş kapasitesi ile faaliyet gösteren e-ticaret lojistiği, Horoz'un büyüme odaklı iş kollarından biridir. Depolama, sipariş yönetimi, paketleme ve son kilometre teslimat hizmetlerini kapsayan bu segment, daha yüksek katma değerli ve marj destekleyici bir yapı sunmaktadır.

Uluslararası Kara ve Deniz Yolu Taşımacılığı (~%7+%7 hasılat payı)

Karayolu ve denizyolu taşımacılığı üzerinden sunulan sınır ötesi lojistik çözümler, şirketin FX bazlı gelir yaratma kapasitesini desteklemektedir. 200'den fazla ülkeye kapıdan kapıya hizmet sunulması, bu segmentin orta vadeli büyüme açısından stratejik önemini artırmaktadır.

Uluslararası Hava Yolu Taşımacılığı (~%3 hasılat payı)

Hava yolu taşımacılığı, zaman hassasiyeti yüksek ve daha yüksek hizmet yoğunluğu gerektiren gönderiler açısından şirketin çözüm setini tamamlamaktadır. Bu segment de uluslararası gelir çeşitlenmesi ve müşteri bazının genişlemesi açısından önem taşımaktadır.

Mobilya Lojistiği (~%3 hasılat payı)

İki kişilik taşıma, montaj ve satış sonrası hizmetleri içeren mobilya lojistiği faaliyetlerini ifade etmektedir. Niş fakat yüksek hizmet yoğunluğu gerektiren bu alan, müşteri deneyimi ve farklılaşma açısından öne çıkmaktadır.

Önemli Dönüm Noktaları



Kaynak: Şirket Sunumları

Şirket, iki nesildir süregelen nakliye faaliyetlerinden başlayarak; zaman içinde 3PL odaklı entegre lojistik hizmet sağlayıcısına dönüşmüş, son dönemde ise ölçeklenebilir ve teknoloji tabanlı iş modeline geçiş stratejisini öne çıkarmıştır. Tarihsel gelişim, Horoz Lojistik'in geleneksel taşımacılıktan teknoloji ve entegrasyon odaklı lojistik çözümlerine evrildiğini göstermekte olup, şirketin yüksek katma değerli hizmet mix'i, asset-light yapısı ve e-ticaret lojistiği büyümesi üzerinden orta-uzun vadeli marj ve ölçek avantajı yaratma potansiyeline işaret etmektedir.

1942–1998 (Temeller): Yurtiçi ve uluslararası karayolu taşımacılığı ile temel depolama hizmetleri üzerine kurulu operasyonel altyapı oluşturulmuş, kontrat lojistiğine giriş yapılmış ve Horoz Lojistik tüzel kişiliği kurulmuştur.

1998–2009 (Dönüşüm): Uluslararası JV'ler ile coğrafi genişleme sağlanmış; teknoloji ve otomasyon yatırımları (Horoz TMS) ile operasyonel kabiliyetler güçlendirilmiş ve modern depolama ile yurtiçi dağıtım hizmetleri devreye alınarak 3PL hizmet kapsamı genişletilmiştir.

2009–2020 (Hızlanma): Varlık-hafif yapı, dağıtım ağı ve depolama kapasitesi artışı ile verimlilik odaklı büyüme sağlanmış; yazılım, e-ticaret lojistiği ve mobilya çözümleri gibi yeni dikeylerde yetkinlik kazanılmıştır. 2012 ve 2013 yıllarında önce 44bin m2 büyüklüğünde İstanbul Şekerpınar depolama tesisi, ardından İstanbul Hadımköy'de 17bin m2 filo, depolama ve dağıtım hizmetlerinin verildiği entegre tesis açılmıştır.

2020–2025 (Pandemi Sonrası Döneme Uyum ve Büyüme): Otomasyonlu e-ticaret depoları, Ar-Ge merkezi, e-ihracat konsorsiyumu ve yurtdışı depolama yatırımları ile ölçeklenebilir büyüme platformu oluşturulmuş; IPO süreci şirketin kurumsallaşma ve sermaye erişimi stratejisinin parçası olmuştur. 2021 yılında günlük 50bin siparişi karşılama kapasiteli tam otomasyonlu e-ticaret deposu açılmış ve e-ihracat alanında hizmetler başlamıştır. 2023 yılında YLDA teşviği kapsamına girilirken, Avrupa ülkelerinde sipariş yönetimi (depolama) ve e-ticaret hizmetleri devreye alınmıştır.

Servis Kapsamı

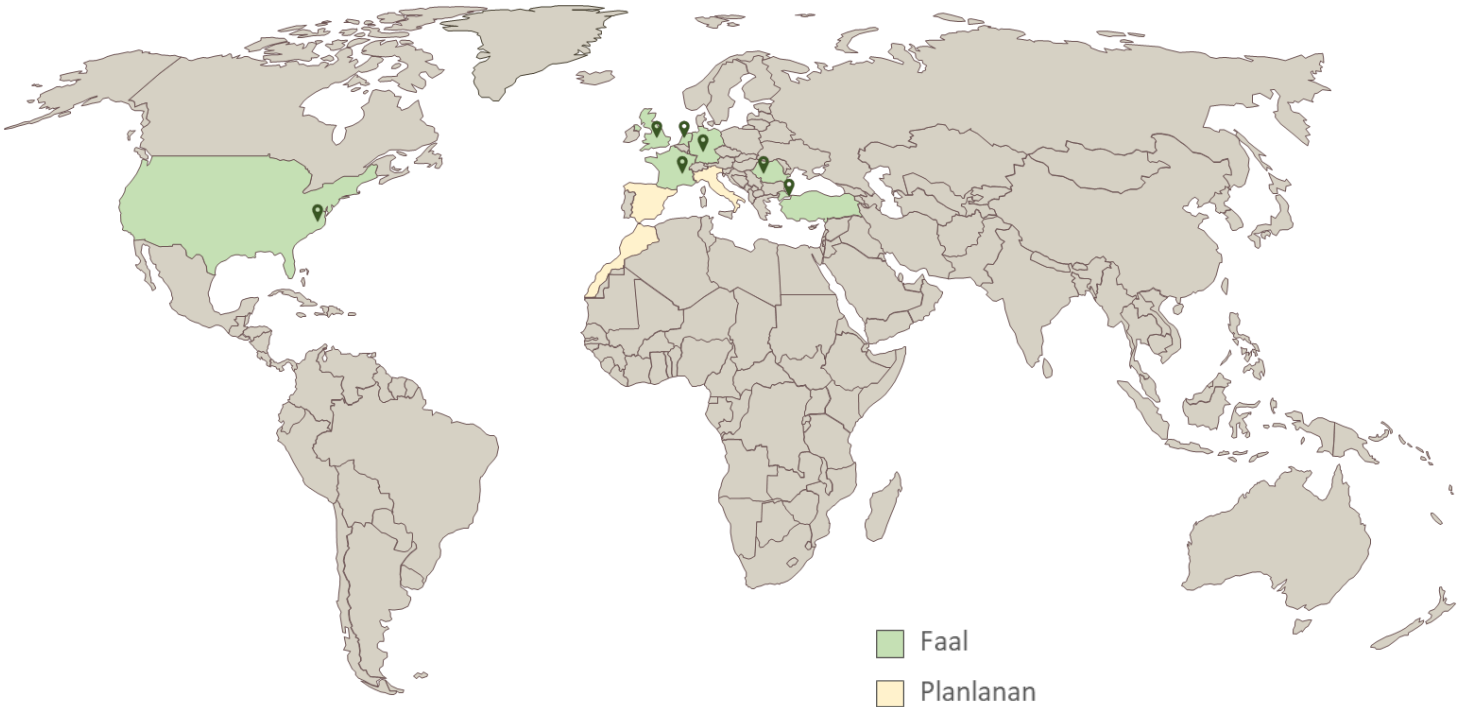
Yurtiçi Dağıtım Ağı:



Yurtiçi Depolama ve E-Ticaret Depolama



Uluslararası Dağıtım ve Depolama

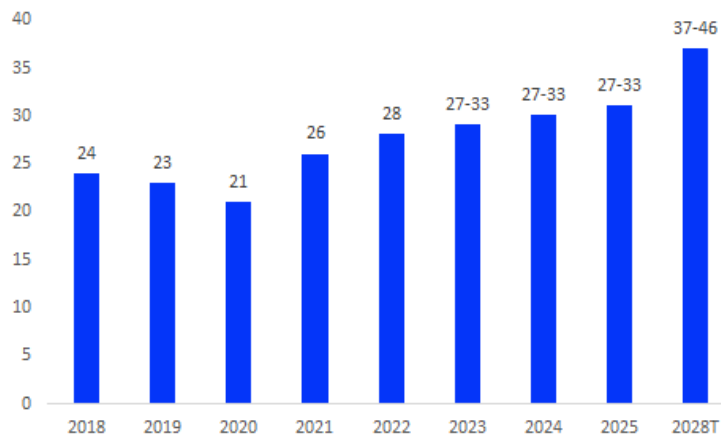


Pazar Yapısı:

Horoz Lojistik'in stratejik konumlanması açısından, Türkiye'nin reel büyümesi tabii olarak Şirket operasyonlarını etkileyecek olan önemli bir unsur olmakla birlikte; e-ihracat pazarındaki gelişmeler de büyüme ivmesini şekillendirecek bir diğer önemli etmendir. Öte yandan; Türkiye lojistik sektörü, yalnızca taşıma kapasitesiyle değil; dijitalleşme, yeşil dönüşüm, çok modlu taşımacılık kabiliyeti ve tedarik zinciri dayanıklılığı gibi unsurlarla birlikte değerlendirilen daha stratejik bir yapıya evrilmektedir. **UTİKAD**'ın 2024 Lojistik Sektörü Raporu, Türkiye'nin stratejik konumu, dış ticaret bağlantıları ve ulaştırma-haberleşme altyapısına yönelik kamu yatırımları sayesinde bölgesel lojistik üs olma potansiyelini koruduğunu göstermektedir. Rapora göre 2024'te Türkiye'nin hizmet ihracatı 115,2 milyar USD'ye ulaşırken, lojistik ve taşımacılık sektörü 39,9 milyar USD gelirle seyahatten sonra ikinci büyük hizmet ihracatı kalemi olmuştur; ilgili kalem için 2028T hedefi 78 milyar USD olarak açıklanmıştır. Orta vade hedeflerde lojistik ve taşımacılık hizmetlerine yönelik destek mekanizmalarının sürdüğünü düşündüğümüzde; sektörün kamu tarafında da stratejik alan olarak görülmeye devam ettiğini anlıyoruz. **TÜİK** verilerine göre, Türkiye'de ulaştırma ve depolama faaliyetlerinin GSYH içindeki payının 2017 yılından bu yana %7.5 seviyesinin üzerinde konsolide olduğunu ve payının giderek arttığını görüyoruz.

Geleneksel büyüme/dış ticaret verilerine ek olarak; Ticaret Bakanlığı'nın 2025 tarihli **Ankara E-İhracat Zirvesi Raporu**'nda, Türkiye'nin 2024 **e-ihracat hacminin** 6,5 milyar USD seviyesine ulaştığı ve toplam ihracat içindeki payının %2,7 olduğu belirtiliyor. Sektörün henüz erken aşamada olduğunu; ciddi büyüme potansiyeli barındırdığını düşünüyoruz.

Strategy&/PwC Türkiye 3. Parti Lojistik Pazarı raporu verilerine göre; **Türkiye 3. parti lojistik pazarının**, değişen küresel rotalar, lojistiğin müşteri sektörlerinden talep artışı ve küresel üretimin Türkiye'ye kayışı ile pazarın - 2023 yılı baz alınarak- %150'ye yakın bir büyüme ile 2028 yılında 37-46 milyar USD aralığına ulaşabileceği tahmin ediliyor.



Kaynak: PwC Türkiye

3. parti lojistik sektörünün önemli alanlarından olan **e-perakende lojistiği** ve **e-ihracat pazarının** ise sırasıyla 5 katına ve 2.5 katına çıkabileceği tahmin ediliyor. **Perakende e-ihracat lojistiği** pazarının ise, gümrük mevzuatlarındaki kolaylıklar ve vergi muafiyetlerine bağlı olarak 2023 yılındaki 3,5 milyar TL'den, 2028 yılında 36,5 Milyar TL'ye çıkabileceği tahmin ediliyor.

Pazar Yapısı:

Ulaştırma ve Altyapı Bakanlığı'nın 2025 Faaliyet Raporu'na göre Türkiye limanlarında **elleçlenen konteyner miktarı** 2025'te yıllık %3,5 artışla ~14mn TEU'ya ulaştı. 2025 Aralık ayında konteyner elleçleme ~1,17 mn TEU ile tarihsel rekor seviyeye çıktı. Bu görünüm, denizyolunun dış ticaretteki ana rolünü koruduğunu ve liman tarafında hacim büyümesinin sürdüğünü gösteriyor.

Bize göre bu çerçevede uluslararası forwarder/denizyolu bağlantılı lojistik oyuncularından ve bu sektörde faaliyet gösteren Horoz Lojistik açısından destekleyici bir zemin sunmaktadır. Şirketin 3. parti lojistik hizmet sağlayıcısı olarak yurtiçi karayolu taşımacılığı, depoculuk, parsiyel dağıtım ve e-ticaret depoculuğunda faaliyet göstermesi; ayrıca uluslararası kara, deniz ve hava taşımacılığı ile yurtdışı depo varlığı üzerinden sınır ötesi çözümler sunabilmesi, sektörün ölçek, entegrasyon ve görünürlük gereksinimleriyle uyumlu bir konumlanmaya işaret etmektedir.

Özellikle depolama ve kontrat lojistiği faaliyetlerinin gelir görünürlüğünü desteklemesi, e-ticaret lojistiğinin daha yüksek katma değerli büyüme alanı sunması ve teknoloji odaklı operasyon yönetiminin süreç verimliliğini artırma potansiyeli, *Horoz Lojistik'i yalnızca hacim büyümesine dayalı bir taşımacılık oyuncusu olmaktan çıkarıp daha entegre bir lojistik çözüm sağlayıcısı olarak öne çıkarmaktadır. Bu nedenle sektörde dijitalleşme, entegrasyon ve hizmet ihracatı ekseninde güçlenen yapının, Horoz'un iş modeli ve orta vadeli büyüme hikâyesiyle uyumlu olduğunu düşünüyoruz.*

Ticaret Rotaları:

Küresel ticaret akışında son dönemde öne çıkan ana koridorlar; Süveyş/Kızıldeniz hattı, Hürmüz Boğazı-Basra Körfezi enerji çıkışı, Trans-Hazar Orta Koridor, Kuzey Koridor ve daha uzun vadeli bir opsiyon olarak Arktik rotalar (özellikle Kuzey Deniz Rotası ile Grönland çevresindeki geçiş alanları) etrafında şekillenmektedir.

Rusya-Ukrayna Savaşı sonrasında Çin-Avrupa kara ticaretinde Kuzey Koridor üzerindeki bağımlılığın sorgulanması, Trans-Hazar Orta Koridoru yeniden öne çıkarmış; Dünya Bankası da bu koridorun yük hacmini artırma ve transit süreleri düşürme potansiyeline özellikle dikkat çekmiştir. *Türkiye açısından bu gelişme önemlidir; çünkü Orta Koridor, Türkiye'yi Avrupa-Kafkasya-Hazar-Orta Asya-Çin aksında doğal bir bağlantı ülkesi olarak öne çıkarmakta, İstanbul geçişleri ve Türkiye içi demir/karayolu bağlantılarının rekabetçiliğini daha kritik hale getirmektedir.*

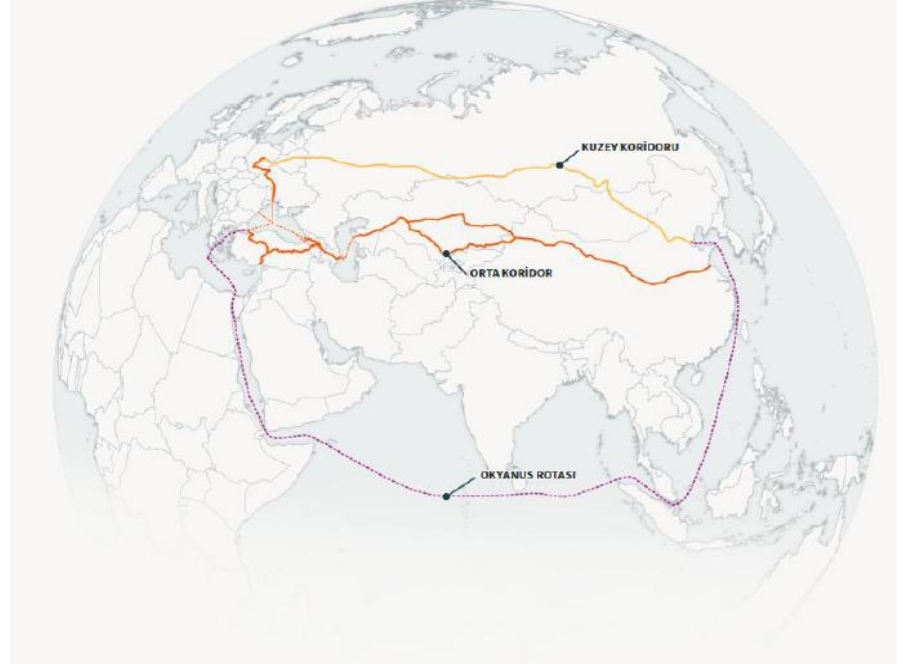
Denizyolu tarafında ise Süveyş Kanalı/Kızıldeniz hattı ile Hürmüz Boğazı birlikte değerlendirilmelidir. Kızıldeniz kaynaklı sapmalar, Asya-Avrupa taşımalarında transit sürelerini ve ağ planlamasını bozarken; Hürmüz Boğazı çevresindeki İran kaynaklı gerilimler özellikle enerji fiyatları, bunker maliyetleri, sigorta primleri ve risk fiyatlaması üzerinden lojistik maliyet yapısını etkileyebilmektedir. IMF, 2025 Haziranındaki İsrail-İran savaşının Hürmüz'den geçen ticaret üzerinde kalıcı bir kırılma yaratmadığını belirtse de, UNCTAD Hürmüz'ün küresel deniz ticareti ve enerji akışı açısından kritik boğazlardan biri olmaya devam ettiğini vurgulamaktadır.

Bu nedenle Hürmüz başlığını, lojistik sektörü açısından doğrudan hacim kaybından ziyade; küresel enflasyonu etkileyecek düzeyde maliyet oynaklığı ve uzun vade için rota/tedarik noktası çeşitlenmesi optimizasyonu ihtiyacı yaratan bir risk olarak okumayı daha sağlıklı buluyoruz. Bize göre; Türkiye'de ağırlıklı olarak yurtiçi dağıtım, kontrat lojistiği ve depolama kası olan; buna ek olarak uluslararası kara/deniz/hava taşımacılığı ve yurtdışı depo ağı kuran Horoz Lojistik açısından bu tür oynaklıklar, zayıf oyuncular için baskı unsuru olurken, daha entegre çözüm sunabilen şirketler için müşteri nezdinde değer önerisini güçlendirebilir.

Ticaret Rotaları:

Daha uzun vadeli perspektifte Arktik rotalar da izlenmesi gereken bir başlıktır. IMO ve OECD yayınları, eriyen deniz buzunun Northern Sea Route gibi Arktik güzergâhları giderek daha görünür hale getirdiğini; Avrupa Parlamentosu da Grönland'ın yükselen Arktik deniz rotalarına yakınlığı nedeniyle stratejik öneminin arttığını açıkça not etmektedir. Bununla birlikte, bu rota bugün için Türkiye merkezli lojistik oyuncuların ana iş modeli üzerinde yakın vadeli bir belirleyici değildir.

Horoz Lojistik açısından daha gerçekçi çıkarım, küresel ticaretin tek bir hatta değil; Süveyş/Kızıldeniz, Hürmüz, Orta/Kuzey Koridor ve zaman içinde Arktik opsiyonlar arasında daha parçalı ve daha çok-koridorlu bir yapıya evrilmesidir. Bu ortamda müşteriler açısından öne çıkacak unsur yalnızca taşıma kapasitesi değil; rota çeşitlendirme, süreç görünürlüğü, depo/aktarma entegrasyonu ve uçtan uca koordinasyon olacaktır. Bize göre bu da Horoz'un 3PL kökleri üzerine geliştirmeye çalıştığı entegrasyon, orkestrasyon ve teknoloji tabanlı lojistik modelini daha anlamlı hale getirmektedir.



Rekabet Konumu:

Horoz Lojistik'in rekabet konumu, Türkiye lojistik sektörünün parçalı yapısı, artan outsourcing eğilimi ve e-ticaret kaynaklı hacim büyümesi çerçevesinde değerlendirildiğinde, ölçekli ancak esnek operasyon modeline sahip oyuncular arasında konumlandığını göstermektedir.

Türkiye lojistik pazarı, çok sayıda küçük ve orta ölçekli hizmet sağlayıcının faaliyet gösterdiği parçalı bir yapı sergilemektedir. Bu yapı, ölçekli oyuncular için hem organik büyüme hem de birleşme ve satın alma fırsatları yaratırken, müşteri tarafında entegre çözümlere yönelik talebi artırmaktadır. Horoz Lojistik, geniş dağıtım ağı, çok lokasyonlu depo altyapısı ve sektörel uzmanlığı sayesinde bu ortamda rekabet avantajı elde etmektedir.

Şirketin rekabet konumunu destekleyen temel unsurlar şunlardır:

Operasyonel ölçek ve kapsama:

Geniş dağıtım ağı ve çok lokasyonlu depo altyapısı, yüksek servis seviyesi ve teslimat hızının sağlanmasına katkı sunmaktadır.

Asset-light operasyon modeli:

Alt yüklenici ağı ve operasyonel kiralama ağırlıklı varlık yapısı, sermaye verimliliği ve talep esnekliği açısından avantaj sağlamaktadır.

Sektörel dikeyleşme:

Beyaz eşya, elektronik, mobilya ve e-ticaret gibi sektörlerde geliştirilen özel operasyon çözümleri, müşteri bağlılığını artırmakta ve rekabetten ayrışmayı desteklemektedir.

Dijital entegrasyon kabiliyeti:

Yazılım geliştirme ve platform entegrasyon yatırımları, operasyonel verimliliği artırmakta ve müşteri sistemleri ile entegrasyon gereksinimlerini karşılamaktadır.

Uluslararası ağın genişlemesi:

Yurtdışı depolar ve uluslararası operasyonlar, global müşterilere hizmet sunma kapasitesini artırarak rekabet konumunu güçlendirmektedir.

Bu unsurlar birlikte değerlendirildiğinde Horoz'un, geleneksel lojistik sağlayıcılar ile teknoloji odaklı platform lojistik oyuncuları arasında konumlanan hibrit bir iş modeline sahip olduğu görülmektedir. Bu konum, şirketin hem operasyonel ölçek avantajlarından yararlanmasını hem de platform lojistik dönüşümünden fayda sağlamasını mümkün kılmaktadır.

SWOT Analizi**Strengths (Güçlü)**

- Ölçekli operasyon ağı ve depo altyapısı
- Asset-light operasyon mimarisi ve esnek kapasite yönetimi
- Kontrat lojistiği sayesinde gelir görünürlüğü
- E-ticaret, depolama ve katma değerli hizmetlerle desteklenen hizmet karması
- Teknoloji tabanlı süreç entegrasyonu ve müşteri sistemlerine gömülü çalışma yapısı

Weakness (Zayıf)

- ❖ Sektörün yapısal olarak rekabetçi ve düşük marjlı olması
- ❖ Alt yüklenici ağı nedeniyle operasyon kalitesinin ve maliyet kontrolünün dikkat istemesi
- ❖ Bazı daha yüksek katma değerli iş kollarının henüz toplam ciro içinde sınırlı paya sahip olması
- ❖ Teşvik etkisinin devreden çıkması sonrası kârlılık dönüşümünün daha yakından izlenecek olması

Opportunities (Fırsatlar)

- Türkiye’de outsourcing eğiliminin devam etmesi
- E-ticaret lojistiği ve fulfillment penetrasyonunun artması
- Uluslararası taşımacılık ve yurtdışı depolar üzerinden FX gelir kapasitesinin büyümesi
- 3PL’den daha entegre, daha yüksek katma değerli lojistik orkestrasyon modeline geçiş potansiyeli

Threats (Tehditler)

- ❖ İç talepte zayıflama ve müşteri hacimlerinde oynaklık
- ❖ Akaryakıt, navlun ve ücret maliyetlerinde sert dalgalanma
- ❖ E-ticaret ve sınır ötesi ticaret tarafında regülasyon kaynaklı belirsizlikler
- ❖ Jeopolitik gelişmelerin tedarik zinciri ve maliyetler üzerinde baskı yaratması

Değerleme

Değerleme: Piyasa Yaklaşımı			FD/FAVÖK (x)			F/K (x)			PD/SNA (x)	Tem. Ver. %
Şirket	Borsa Kodu	Ülke	S12A	2026T	2027T	S12A	2026T	2027T	S12A	Ara25
CN Logistics International	2130 HK Equity	Hong Kong	6,46	a.d	a.d	33,21	a.d	a.d	11,49	0,6
KCTC	009070 KS Equity	South Korea	5,21	a.d	a.d	8,08	a.d	a.d	7,99	1,3
Deutsche Post AG	DHL GR Equity	Germany	6,89	6,57	6,21	14,26	13,61	12,34	8,95	4,2
Kuehne + Nagel Int. AG	KNIN SW Equity	Switzerland	11,29	10,88	10,15	23,20	22,14	20,16	13,37	4,7
DSV A/S	DSV DC Equity	Denmark	16,05	13,30	11,20	42,35	23,82	17,55	18,59	0,5
GXO Logistics, Inc.	GXO US Equity	USA	5,97	11,27	10,31	28,44	16,92	14,52	50,75	a.d
Guangzhou Jiacheng Int. Log. Co., Ltd.	603535 CH Equity	China	a.d	a.d	a.d	23,22	a.d	a.d	63,49	0,7
Expeditors Int. Of Washington, Inc.	EXPD US Equity	USA	16,26	16,44	15,81	23,77	23,39	21,62	20,17	1,1
C.H. Robinson Worldwide, Inc.	CHRW US Equity	USA	19,61	19,15	16,79	31,17	26,73	22,67	21,68	1,5
NTG Nordic Transport Group A/S	NTG DC Equity	Denmark	6,22	5,89	5,44	15,19	9,88	8,31	6,06	a.d
Sinotrans Limited	598 HK Equity	China	a.d	7,23	8,06	8,20	7,98	8,75	7,25	6,5
CJ Logistics Corporation	000120 KS Equity	South Korea	5,25	5,52	5,27	9,25	7,57	6,80	6,38	0,8
Old Dominion Freight Line, Inc.	ODFL US Equity	USA	22,72	22,28	19,35	38,91	37,47	31,22	41,48	0,6
J.B. Hunt Transport Services, Inc.	JBHT US Equity	USA	12,32	12,36	10,99	32,31	28,55	23,30	21,01	0,9
Knight-Swift Transportation Holding Inc.	KNX US Equity	USA	9,19	9,07	7,55	69,28	28,99	18,41	19,57	1,3
Werner Enterprises, Inc.	WERN US Equity	USA	7,85	5,85	4,84	82,10	37,34	16,06	a.d	2,0
Marten Transport, Ltd.	MRTN US Equity	USA	8,68	7,40	6,41	137,32	46,53	29,77	a.d	1,9
Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft	HHFA GR Equity	Germany	8,25	a.d	a.d	169,25	a.d	a.d	a.d	0,5
Heartland Express, Inc.	HTLD US Equity	USA	9,64	7,16	4,96	a.d	a.d	29,80	a.d	0,8
P.A.M. Transportation Services, Inc.	PAMT US Equity	USA	105,78	a.d	a.d	a.d	a.d	a.d	a.d	a.d
Ortalama			15,76	10,69	9,56	43,86	23,64	18,75	21,22	1,8
Medyan			8,94	9,07	8,06	29,81	23,60	18,41	18,59	1,1
Horoz Lojistik	HOROZ TI Equity	Türkiye	3,59	3,87	3,40	-68,55	17,08	10,81	8,90	0,0
Horoz Lojistik Düzeltilmiş	HOROZ TI Equity	Türkiye	7,65	4,61	3,78	-68,55	17,08	10,81	8,90	0,0
Prim (İskonto)										
Horoz Lojistik	HOROZ TI Equity	Türkiye	-60%	-57%	-58%	-330%	-28%	-41%	-52%	0,0
Horoz Lojistik Düzeltilmiş	HOROZ TI Equity	Türkiye	-14%	-49%	-53%	-330%	-28%	-41%	-52%	0,0

Değerleme / Para Birimi: TLmn	Ağırlık	S12A	2026T	2027T
Piyasa Yaklaşımı	30%	1.915	9.095	11.010
FD/FAVÖK	50%	6.091	11.006	13.168
F/K	50%	-2.260	7.185	8.852
PD/SNA	0%	14.407	19.662	27.010
Horoz Düz. EBITDA		694	1.184	1.552
Horoz Net Kâr		-76	304	481
Horoz SNA		775	1.058	1.453
İNA Değerlemesi	70%	6.417	6.417	6.417
Adil Özsermaye Değeri (AÖD)		5.067	7.221	7.795
Güncel Piyasa Değeri		5.199	5.199	5.199
Getiri Potansiyeli		-3%	39%	50%
AÖD Ortalama (NBD S12A, NBD 2026T, NBD 2027T)		6.694		
Long Term Upside Potential		29%		
Hisse Başı Adil Değer		73,98		

Kaynak: Bloomberg, Finansal Tablolar, Gedik Yatırım-Araştırma

Şirket'in faaliyet gösterdiği alanda; yurtiçinde halka açık benzerinin bulunmamasından ötürü "Pazar Yaklaşımı" değerlememizde yurtdışı çarpanlara yer veriyoruz. Buna karşılık; Şirket'in büyüme hikayesini muhafazakar bir temele oturttuğumuz "İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)" yönteminin ağırlığını %70 ve "Pazar Yaklaşımı" yönteminin ağırlığını %30 olarak varsayıyoruz.

İNA yaklaşımımızda adil değer hesaplaması; 2026 yılı başına indirgenmiş değerdir. Diğer bir deyişle özsermaye maliyetiyle ileriye dönük yıllıklandırılmamıştır.

Yeni büyümekte olan e-ticaret depoculuğu ve yurtdışı taşımacılık alanlarının etkisinin daha gerçekçi yansımaları açısından değerlememizde 1 ve 2 yıllık ileri dönük yurtdışı piyasa çarpanlarını da kullanıyoruz.

İNA'dan gelen değer 2026T çarpanlarıyla 6,417mn TL iken, Piyasa Yaklaşımı metodundan ise 9,095mn TL değer oluşmakta olup; %70-%30 dağılımla 7,221mn TL özsermaye değeri hesaplıyoruz.

3 yıllık döneme eşit ağırlıklandırılmış özsermaye değeri hesaplamamız 6,694mn TL olup %29 getiriye işaret etmektedir.

Değerleme

Horoz Lojistik - İNA Analizi (mn TL)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Hasılat	12.026	16.041	20.345	25.150	30.942	37.697
Büyüme (%)	39,7%	33,4%	26,8%	23,6%	23,0%	21,8%
Raporlanan FAVÖK	1.480	2.145	2.692	3.348	4.082	4.929
FAVÖK Büyümesi (%)	-0,3%	44,9%	25,5%	24,3%	21,9%	20,7%
Marj (%)	12,3%	13,4%	13,2%	13,3%	13,2%	13,1%
YLDA Teşviği Düzeltmesi	218	288	370	476	0	0
Operasyonel Kiralama Düzeltmesi	-1.003	-1.249	-1.511	-1.805	-2.148	-2.534
Düzeltilmiş FAVÖK	694	1.184	1.552	2.018	1.934	2.395
Marj (%)	5,8%	7,4%	7,6%	8,0%	6,3%	6,4%
Amortisman (Kullanım Hakkı Varlıkları)	557	680	848	1.029	1.229	1.464
Raporlanan FVÖK	-828	-680	-723	-668	-1.318	-1.549
Düzeltilmiş FVÖK	-270	0	125	361	-89	-85
Kaldıraçsız Vergiler	119	54	85	125	168	199
Teorik Efektif Vergi Oranı (%)	276%	15%	15%	15%	15%	15%
Düzeltilmiş VSNİK	-389	-54	40	236	-257	-284
Düzeltilmiş VSNİK Marjı	-3,2%	-0,3%	0,2%	0,9%	-0,8%	-0,8%
Yatırım Harcamaları	388	642	814	1.006	1.238	1.508
Amortisman	1.522	1.865	2.275	2.687	3.252	3.944
Net İşletme Sermayesi Değişimi	1.010	394	443	464	516	557
Serbest Nakit Akımı (SNA)	-265	775	1.058	1.453	1.241	1.595
AOSM		32,7%	28,4%	26,6%	25,4%	24,4%
İskonto Faktörü	1,00	0,75	0,59	0,46	0,37	0,30
İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA)		584	621	674	459	474
SNA'nın Net Bugünkü Değeri	2.811					
Sonsuz Büyüme Oranı	10,0%					
Sonsuz Değerin Net Bugünkü Değeri	3.623					
Operasyonların Net Bugünkü Değeri	6.434					
Finansal Net Borç	114					
Gayrimenkul (%50 iskonto)	98					
Azınlık Payları	0					
İNA'dan Gelen Özsermaye Değeri	6.417					
Piyasa Değeri	5.199					
Hisse Başı Adil Değer (TL)	70,92					
Hisse Fiyatı (TL)	57,45					
Potansiyel Getiri	23%					

Kaynak: Bloomberg, Finansal Tablolar, Gedik Yatırım-Araştırma

Şirket'in 5 yıllık model periyodu içinde ortalama %4'lük reel ciro büyümesi elde edeceği, bunun ana itici gücünün ise e-ticaret depoculuğu ve uluslararası taşımacılık faaliyetlerinin olacağı varsayılmıştır. (nom. YBBO: +14%) Müşterilerle yapılan yeni sözleşmelerin getirdiği daha korunaklı yapıya bağlı olarak; müşteri sözleşmelerinde yılda en az bir kez eskalasyon yapılacağı varsayılmıştır. Buna bağlı olarak navlundaki yukarı normalleşmenin ve ölçek ekonomisinin etkisiyle FAVÖK'te model periyodu içinde ortalama %6'lık reel büyüme varsayılmıştır. (nom. YBBO: +15%)

Şirket'in mizan kayıtlarında FVÖK'ün içinde gider kalemi olarak bulunan yurtdışı kira giderlerinin teşvik ödemeleri; denetim raporunda YLDA teşvik mekanizmasından gelirler olarak diğer gelirler kaleminin içinde bulunmaktadır. Bu sebeple FAVÖK'te düzeltme yapılmıştır. Muhafazakar bir yaklaşımla YLDA teşvik mekanizmasının 2028 yılı sonunda biteceği varsayılmıştır. Bu durum değerlendirme üzerinde önemli derecede seyreltici etkiye sahiptir. (YLDA teşviği'nin aynı şekilde 2028 yılından sonra da devam ettiği senaryo; adil değer hesabımızda kabaca %20'lik bir değer artışına sebep olmaktadır)

Şirket'in asset-light yapısından ötürü kullanım hakkı varlıklarının yoğun olduğu, finansal borcun ise sınırlı olduğu bir yapı görmektedir. TFRS16 gereğince düzeltmesi yapılan kalemlerin reel hayattaki karşılığı finansal kiralama ödemeleri ve taşeron ödemelerinin yapılması şeklinde karşılık bulmaktadır. Bu sebeple net borç ve FAVÖK kalemlerinde düzeltme yapılmıştır. İNA yaklaşımımızda adil değer hesaplaması; 2026 yılı başına indirgenmiş değerdir. Diğer bir deyişle özsermaye maliyetiyle ileriye dönük yıllıklandırılmamıştır.

Diğer Bilgiler**Halka Arz, Hisse Performansı ve 2026 Beklentileri**

Horoz 7 Haziran 2024'te BIST Yıldız Pazar'da 55TL nominal fiyat ile halka arz olan Horoz Lojistik halka arzında 3,24x kat talep gelmiş olup toplamda 1,7mn yatırımcıya pay dağıtımı gerçekleştirmiştir. Halka arz büyüklüğü 1,35 milyar TL olmuştur.

Fiyat tespit raporunda, Şirket değeri hesaplanırken %70 oranında "Pazar (Çarpan) Yaklaşımı" ve %30 oranında "İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yaklaşımı" kullanılmıştır.

"Pazar (Çarpan) Yaklaşımı"nda eşit ağırlıkla; Yurtdışı ve Yurtiçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı kullanılmış olup; "Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpanı" 8,4x ve "Yurtiçi Benzer Şirketler Çarpanı" ise 9,0x olarak hesaplanmıştır. Yurtiçi Benzer Şirketler olarak "Ulaştırma Endeksi" şirketleri kullanılmıştır.

Halka arz tarihinde son kapanışa kadar BIST100'e göre %15 negatif ayrılan şirket için Ara25 dönemi bilançosuna göre 5,2x FD/FAVÖK rasyosu hesaplıyoruz; ancak şirketin önceki sayfalardaki asset-light yapısına bağlı olarak kiralama giderleriyle ve teşvik gelirleriyle düzelttiğimiz FAVÖK'le yaklaştığımızda 7,3x'lik rasyo görüyoruz.

2026T beklentimize göre FD/düz.FAVÖK beklentimiz ise 4.6x'tir (FD/FAVÖK: 3.9x).

2026T hesaplamamıza göre %7'lik reel ciro büyümesine karşın yeni eklenen iş kollarının ve kârlılığı daha yüksek iş kollarının ağırlığının artmasıyla ve sözleşme yenilerinin de pozitif etkisiyle marjlarda sınırlı (160bp) gelişme beklentimize bağlı olarak %16'lık reel FAVÖK artışı bekliyoruz.

Finansallar

Gelir Tablosu (milyon TL)	2023	2024	2025	2026T	2027T	2028T	2028T	2028T
Net Satışlar	5.451	8.611	12.026	16.041	20.345	25.150	30.942	37.697
Satışların Maliyeti	-4.967	-7.534	-10.788	-14.106	-17.900	-22.077	-27.261	-33.341
Brüt Kar	484	1.078	1.238	1.935	2.445	3.073	3.681	4.355
Faaliyet Giderleri	-431	-868	-1.281	-1.655	-2.028	-2.412	-2.852	-3.371
Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler , net	-107	66	255	213	284	358	482	571
Faaliyet Gelirleri	-54	276	213	493	702	1.020	1.312	1.555
FAVÖK	837	1.485	1.480	2.145	2.692	3.348	4.082	4.929
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	7	40	34	43	52	63	75	88
Finansal Gelir, net	218	39	-204	-178	-188	-252	-267	-316
Vergi Gideri	-68	-165	-119	-54	-85	-125	-168	-199
Net Kar	136	713	-76	304	481	706	952	1.128
Azınlık Payları	0	13	0	0	0	0	0	0
Net Kar	136	700	-76	304	481	706	952	1.128
Pay Başına Kazanç	3	10	-1	3	5	8	11	12
Pay Başına Temettü	0	0	0	0	0	3	3	4

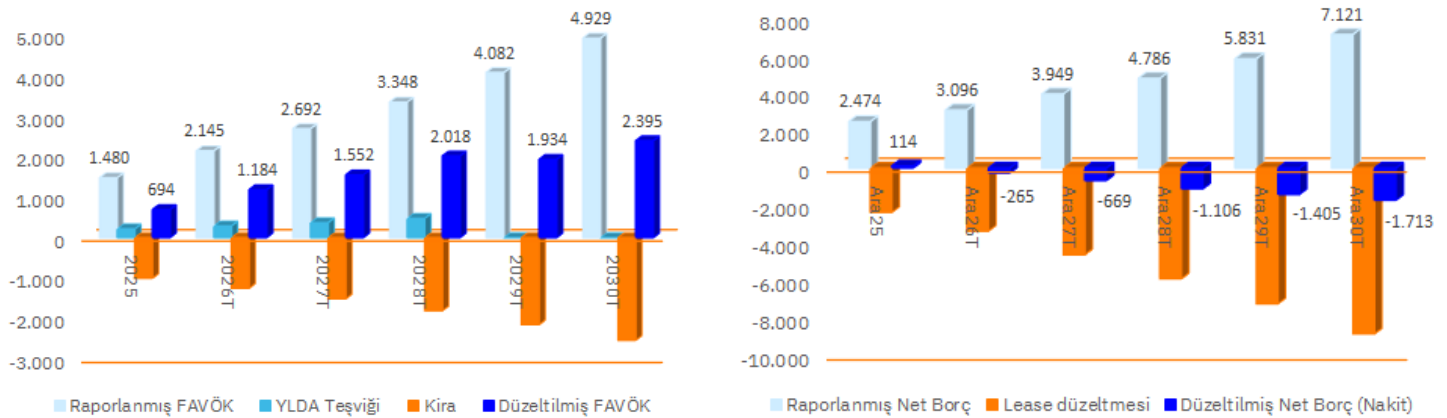
Büyüme Oranları	2023	2024	2025	2026T	2027T	2028T	2028T	2028T
Satış	a.d	58,0%	39,7%	33,4%	26,8%	23,6%	23,0%	21,8%
FAVÖK	129,6%	77,5%	-0,3%	44,9%	25,5%	24,3%	21,9%	20,7%
Net Kar	-36,0%	413,3%	-110,8%	-501,4%	58,0%	46,7%	34,9%	18,5%

Bilanço (milyon TL)	2023	2024	2025	2026T	2027T	2028T	2028T	2028T
Nakit ve Nakit Benzerleri	57	1.048	582	993	1.246	1.597	1.983	2.339
Ticari Alacaklar	1.052	1.269	2.223	2.924	3.709	4.585	5.641	6.872
Stoklar	-	-	13	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	825	1.273	1.645	2.058	2.585	3.232	4.023	4.977
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	16	56	78	95	119	144	172	205
Diğer Varlıklar	1.601	3.221	4.208	5.181	6.449	7.818	9.349	11.142
Toplam Varlıklar	3.552	6.867	8.749	11.252	14.107	17.375	21.167	25.535
Finansal Borçlar	1.561	2.437	3.056	4.089	5.195	6.383	7.814	9.460
Ticari Borçlar	838	936	1.300	1.700	2.157	2.660	3.285	4.017
Diğer Yükümlülükler	316	496	633	804	986	1.180	1.409	1.665
Özkaynaklar	838	2.976	3.761	4.659	5.770	7.152	8.659	10.393
Net Borç / (Nakit)	1.504	1.389	2.474	3.096	3.949	4.786	5.831	7.121

Finansal Göstergeler	2023	2024	2025	2026T	2027T	2028T	2028T	2028T
Özsermaye Karlılığı	16,3%	23,5%	-2,0%	6,5%	8,3%	9,9%	11,0%	10,9%
FAVÖK Marjı	15,4%	17,2%	12,3%	13,4%	13,2%	13,3%	13,2%	13,1%
Net Kar Marjı	2,5%	8,1%	-0,6%	1,9%	2,4%	2,8%	3,1%	3,0%
Net Borç / Özsermaye (x)	1,8	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Net Borç / FAVÖK (x)	1,8	0,9	1,7	1,4	1,5	1,4	1,4	1,4
KV Borçlar / Toplam Borçlar	41,6%	30,4%	46,5%	46,5%	46,5%	46,5%	46,5%	46,5%
Sermaye / Toplam Varlıklar	23,6%	43,3%	43,0%	41,4%	40,9%	41,2%	40,9%	40,7%
Cari Oran (x)	0,8	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Nakit Kar Payı Ödemesi	0%	0%	0%	0%	0%	34%	30%	30%

Kaynak: Bloomberg, Finansal Tablolar, Gedik Yatırım-Araştırma

FAVÖK ve Net Borç Köprüsü



Kaynak: Bloomberg, Finansal Tablolar, Gedik Yatırım-Araştırma

Hasılatın Segmentlere Göre Dağılımı

Gelir kompozisyonu, Şirket açısından marj iyileşmesi potansiyeline işaret etmektedir. E-ticaret depoculuğu, kontrat lojistiği ve uluslararası operasyonların katkısı arttıkça, hem gelir kalitesinin hem de marj yapısının iyileşebileceğini düşünüyoruz. Bununla birlikte, model döneminde e-ticaret segmenti için ılımlı bir büyüme varsaydığımızdan, tahminlerimizde temkinli bir marj yaklaşımı koruyoruz.

Hasılat Dağılımı (mn TL)	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Yurt İçi Dağıtım	5.267	6.548	8.223	10.013	12.153	14.603
Yurtiçi Komple Taşımacılık	1.802	2.289	2.875	3.500	4.248	5.105
Konvansiyonel Depoculuk	1.421	1.933	2.428	2.956	3.588	4.311
E-Ticaret Depoculuğu	681	1.172	1.589	2.094	2.750	3.580
Yurtdışı Depolama ve Dağıtım	392	498	625	761	924	1.110
Mobilyacılık	319	389	468	552	648	754
Uluslararası Kara Yolu Taşımacılığı	833	1.100	1.381	1.682	2.041	2.453
Uluslararası Deniz Yolu Taşımacılığı	909	1.440	1.876	2.441	3.114	3.916
Uluslararası Hava Yolu Taşımacılığı	351	528	688	895	1.142	1.436
Dış Ticaret	51	144	192	256	334	430
Toplam	12.026	16.041	20.345	25.150	30.942	37.697

Hasılat Dağılımı (%)	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Yurt İçi Dağıtım	44%	41%	40%	40%	39%	39%
Yurtiçi Komple Taşımacılık	15%	14%	14%	14%	14%	14%
Konvansiyonel Depoculuk	12%	12%	12%	12%	12%	11%
E-Ticaret Depoculuğu	6%	7%	8%	8%	9%	9%
Yurtdışı Depolama ve Dağıtım	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Mobilyacılık	3%	2%	2%	2%	2%	2%
Uluslararası Kara Yolu Taşımacılığı	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Uluslararası Deniz Yolu Taşımacılığı	8%	9%	9%	10%	10%	10%
Uluslararası Hava Yolu Taşımacılığı	3%	3%	3%	4%	4%	4%
Dış Ticaret	0%	1%	1%	1%	1%	1%
Toplam	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Kaynak: Finansal Tablolar, Gedik Yatırım-Araştırma

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.