

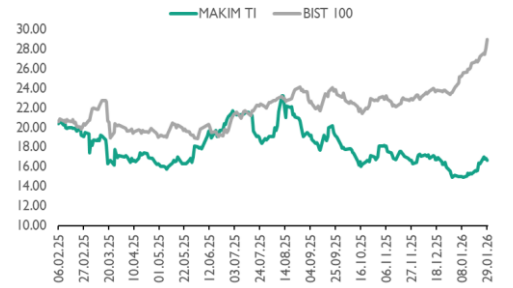
Yatırımların Hasada Döndüğü Dönem...

- Makim Makina'nın <MAKIM TI> 2025 yılı performansını, devam eden ve tamamlanan yatırımlarını, uzun vadeli vizyonunu ve büyüme hedeflerini daha yakından değerlendirmek amacıyla düzenlenen analist toplantısına katılım sağladık.
- 1982 yılında Ankara'da iki mühendis arkadaş tarafından temelleri atılan Makim Makina, faaliyetlerine kendi tasarımı olan dalma elektro erozyon makinelerinin üretimiyle başlamış; geçen süre zarfında hassas döküm ve geçiş kontrol sistemleri alanlarında üretim yapan, çok yönlü bir sanayi ve teknoloji şirketine dönüşmüştür. 1994 yılında geçiş kontrol sistemleri (turnike ve bariyer) üretimine başlanması ve 2000'li yılların başında hassas döküm teknolojisine yapılan stratejik yatırımlar, şirketin bugün sahip olduğu çok kollu ve dengeli gelir yapısının temelini oluşturmuştur. 2007 yılında KOBİ A.Ş. ortaklığıyla kurumsallaşma sürecini hızlandıran Makim, 2022 yılında gerçekleştirdiği halka arz sonrasında finansal şeffaflık ve yatırım odaklı büyüme fazına geçmiştir. Bugün gelinen noktada şirket, yalnızca yerel pazarda faaliyet gösteren bir üretici olmanın ötesine geçerek, üretiminin önemli bir kısmını ihraç eden; özellikle medikal gibi yüksek hassasiyet ve kalite standartları gerektiren alanlarda küresel normlara ulaşmış bir oyuncu konumundadır.
- HAB Yatırımları ile Güçlü Kapasite Artışı.** Şirketin yatırım yolculuğu, artan talep ve kapasite ihtiyacı doğrultusunda 2021 yılında Ankara Uzay ve Havacılık İhtisas Organize Sanayi Bölgesi'nde (HAB OSB) tahsis edilen arsa ile başlamıştır. Hassas döküm tarafındaki büyüme trendine paralel olarak aynı yıl başlatılan yeni fabrika yatırımı, 2024 itibarıyla tamamlanmış ve tesis operasyonel hale gelmiştir. 2025 yılında üretime başlayan tesis, 13 bin m² kapalı alana sahip olup, ilave yatırımlarla birlikte toplam kapalı alanın 16 bin m²'ye çıkarılabilmesi mümkündür. Hassas döküm faaliyetlerine özel olarak tasarlanan bu modern tesis; yıllık 2.000 tonun üzerinde sıvı metal kapasitesiyle çalışacak şekilde planlanmıştır. Mum enjeksiyon, seramik kaplama, dökümhane, kesim, zımpara ve talaşlı imalat süreçlerinin yanı sıra ileri seviye tahratsız muayene altyapısını da bünyesinde barındıran tesis, entegre ve yüksek katma değerli bir üretim yapısı sunmaktadır. Bu yatırımın temel hedefi, özellikle medikal (ortopedik implantlar vb.) ve savunma sanayii gibi yüksek katma değerli segmentlerde pazar payının artırılması ve artan kapasite kullanımının katkısıyla orta vadede 50 milyon Euro ciro hedefine ulaşılmasıdır.
- Turnike Fabrika Yatırımı.** Makim Makina, halihazırda kiracı olarak üretim gerçekleştirdiği geçiş kontrol sistemleri fabrikasından, kapasite artışı ve operasyonel verimlilik sağlamak amacıyla 2024 yılının son çeyreğinde önemli bir adım atmıştır. Bu kapsamda, HAB OSB'de ve hassas döküm tesisine yaklaşık 2 km mesafede konumlanan; toplam alanı 4.750 m², kapalı alanı ise 3.750 m² olan fabrika binası 126,3 milyon TL bedelle satın alınmıştır. Her iki tesisin aynı bölge içerisinde yer alması, operasyonel sinerji ve lojistik verimlilik açısından olumlu bir görünüm sunarken; talep koşullarına bağlı olarak ilerleyen dönemde kapasite artışına da imkan tanımaktadır.

Piyasa Bilgileri	MAKIM TI
Kapanış (TL/hisse)	16.67
Kapanış (USD/hisse)	0.38
Piyasa Değeri (milyon TL)	1,867
Piyasa Değeri (milyon USD)	43
Firma Değeri (milyon TL)	1,992
Sermaye (milyon TL)	112
Halka Açıklık Oranı (%)	38.00

Piyasa Çarpanları	
Fiyat / Kazanç	
Piyasa Değeri / Defter Değeri	1.81
Firma Değeri / FAVÖK	23.89
Firma Değeri / Net Satış	1.60
Net Borç/ FAVÖK (x)	-0.07
Hisse Başı Kar (Yıllık)	-0.8
Özsermaye Karlılığı	-8.90

Performans (%)	Nom. Get.	Rel. Get.
Son 1 Hafta	1.96	-4.22
Son 1 Ay	8.88	-11.67
Son 3 Ay	-1.94	-23.17
Son 6 Ay	-11.56	-32.10
Son 1 Yıl	-22.32	-43.38
Yıl Başından Bu Yana	11.51	-9.21

**Analist****Muhammet Çakmak**

muhammet.cakmak@kuveytturkiyatirim.com.tr



Makim Analist Toplantı Notu

Faaliyet Alanları ve Operasyonel Dinamikler. Makim, “Geleceği Şekillendiren Mühendislik” vizyonu doğrultusunda iki ana iş kolunda faaliyet göstermektedir. Hassas Döküm ve Geçiş Kontrol Sistemleri. Şirketin iş modeli, yüksek katma değerli üretim kabiliyeti ile istikrarlı nakit akışı yaratan operasyonların dengeli bir bileşimini sunmaktadır.

Grafik 1: Faaliyet Alanları



1-) Hassas döküm segmenti, Makim'in büyüme ve karlılık potansiyelinin merkezinde konumlanmaktadır. Şirket, 2021–2024 döneminde kademeli olarak gerçekleştirdiği yatırımlar sonucunda yaklaşık 13 bin m² kapalı alana sahip, modern ve yüksek teknolojiye sahip bir hassas döküm üretim altyapısı oluşturmuştur. Bu segmentte başta savunma, havacılık ve endüstriyel otomotiv olmak üzere, stratejik bir büyüme alanı olarak konumlandırılan medikal sektöre (özellikle ortopedik implantlar) odaklanılmaktadır. Makim'in sahip olduğu ISO 13485 Medikal Cihaz Kalite Yönetim Sistemi belgesi, yüksek giriş bariyerlerine sahip bu alanda önemli bir rekabet avantajı sağlamaktadır. Medikal ürünler; teknik yeterlilik, izlenebilirlik ve kalite gereklilikleri nedeniyle şirket ortalamasının üzerinde marj potansiyeli sunmaktadır. Küresel ölçekte hassas döküm pazarının büyümesini sürdürmesi beklenirken, sektör raporları yıllık %3,6 – %5,7 aralığında bir büyüme öngörmektedir. Makim, bu segmentte 12 ülkeye ihracat gerçekleştirmekte olup, ana hedef pazarlar Avrupa ve Kuzey Amerika olarak öne çıkmaktadır. Medikal ürünlerin toplam hassas döküm segment cirosu içindeki payı %50–%70 bandında değişmekte olup, bu durum segmentin karlılık profilini yukarı yönlü desteklemektedir.

Grafik 2: Ürünler



2-) Geçiş kontrol sistemleri alanında Makim, Türkiye'nin öncü yerli üreticilerinden biri konumundadır. Turnike, bariyer ve benzeri güvenlik çözümleri ile kamu ve özel sektör projelerinde güçlü bir pazar payına sahiptir. Türkiye'de elektronik güvenlik ve geçiş kontrol sistemlerine olan talep; artan güvenlik ihtiyacı ve dijitalleşme eğilimleriyle birlikte istikrarlı bir görünüm sergilemektedir. Şirket; kartlı geçiş sistemleri, turnikeler ve biyometrik çözümler gibi ürünlerle işletmelerin ve kamu kurumlarının güvenlik standartlarını yükseltmeyi hedeflemektedir. Ayrıca, uzun yıllardır devam eden döner kesme ekipmanları üretimi, Makim'in elektromekanik üretim tecrübesini destekleyen ve istikrarlı nakit akışı yaratan tamamlayıcı bir iş kolu niteliğindedir. Geçiş kontrol sistemleri segmenti, hassas döküme kıyasla daha düşük marjlı ancak daha stabil bir yapı sunmaktadır. Son dönemde ağırlıklı olarak iç pazar odaklı bir satış stratejisi izlenmekle birlikte, seçici ihracat fırsatları da değerlendirilmektedir. Yeni fabrika yapılanmasıyla birlikte bu segmentte üretim verimliliğinin artırılması ve operasyonel maliyetlerin kontrol altına alınması hedeflenmektedir. Küresel ölçekte geçiş kontrol ve güvenlik çözümleri pazarı, yıllık yaklaşık 100 milyar USD büyüklüğe ulaşmış durumdadır. Güvenlik risklerine yönelik farkındalığın artması ve yenilikçi geçiş kontrol çözümlerinin yaygınlaşması, sektörün tarihsel olarak istikrarlı bir büyüme trendi sergilemesine katkı sağlamaktadır.

Makim Analist Toplantı Notu

■ 2025 Yılı Genel Değerlendirme

2025 yılı boyunca sanayi sektöründe gözlenen zayıf talep, yüksek faiz ortamı ve belirsiz piyasa koşulları Makim'in faaliyet performansı üzerinde baskı oluşturdu. Zorlu makroekonomik görünüm, özellikle yılın ilk yarısında şirketin kapasite kullanım oranları ve karlılığı üzerinde sınırlayıcı etki yaratmıştır. Şirket, önceki dönemlerde gerçekleştirdiği yatırımlar sonucunda üretim kapasitesini artırmış ve organizasyonel yapısını güçlendirmiştir. Ancak bu kapasite artışına paralel olarak sabit giderlerde yaşanan yükseliş, talep koşullarının zayıf seyretmesi nedeniyle maliyetler üzerinde baskı oluşturmuştur. Üretim altyapısının yeniden yapılandırılmasının yarattığı operasyonel zorluklar, artan iş hacmi potansiyeline rağmen maliyetlere katlanma gerekliliğini beraberinde getirmiştir.

Olumsuz piyasa koşullarına karşın, yılın üçüncü çeyreğinde hassas döküm alanında kapasite kullanım oranlarında sınırlı bir iyileşme gözlenmiştir. Bununla birlikte, bu toparlanma ivmesi dördüncü çeyrekte de devam etmiş olsa da genel faaliyet karlılığı üzerinde belirgin bir rahatlama yaratmak için yeterli olmamıştır.

Toparlanma sürecinin yılın ikinci yarısında daha görünür hale gelmesiyle birlikte, Makim yılın ilk yarısında 62,6 milyon TL seviyesinde dönem net zararı açıklamıştır. Dördüncü çeyrek itibarıyla finansal performansta toparlanma sinyalleri alınmış olmakla birlikte, nihai yıllık rakamlar henüz açıklanmamış olsa da şirketin 2025 yılını sınırlı da olsa net kar ile tamamlamış olabileceği değerlendiriliyor. Genel olarak 2025 yılı, Makim açısından operasyonel dönüşümün sürdüğü, maliyet yapısının yeniden şekillendiği ve talep tarafında kademeli iyileşme sinyallerinin alındığı bir geçiş yılı niteliği taşımaktadır.

■ 2026 Yılı Hedefleri

2026 yılı, Makim açısından tamamlanan yatırımların meyvelerinin toplanacağı ve operasyonel dönüşümün sonuçlarının daha net görüleceği bir dönem olarak öne çıkıyor. Euro bazlı büyüme stratejisi doğrultusunda, artan kapasitenin etkin kullanımı ve maliyet optimizasyonu temel öncelikler arasında yer almaktadır. Bu kapsamda şirket, 2026 yılı için aşağıdaki finansal hedefleri belirlemiştir;

- %15 Euro Bazlı Ciro Büyümesi,
- %17 FAVÖK Marjı
- %20 Özkaynak Büyümesi

Belirlenen hedefler; talep koşullarındaki kademeli toparlanma, kapasite kullanım oranlarındaki artış ve operasyonel verimlilik kazanımları ile desteklenmesi beklenmektedir.

■ Orta Vadeli Stratejik Hedefler (3–5 Yıl)

Makim, orta vadede sürdürülebilir ve döviz bazlı büyüme stratejisini sürdürmeyi hedeflemektedir. Bu doğrultuda,

- €50 milyon üzeri ciro,
- Toplam cironun en az %50'sinin ihracattan elde edilmesi,
- Cari oranın 2'nin üzerinde korunması

Bu hedefler, şirketin finansal dayanıklılığını artırmayı, döviz bazlı gelir yapısını güçlendirmeyi ve bilanço kalitesini yukarı taşımayı amaçlamaktadır.



Değerlendirme ve Özet Finansal Görünüm

Genel Değerlendirme

Makim, 2025 yılını bir geçiş dönemi olarak geride bırakırken, yüksek katma değerli ve giriş bariyeri yüksek bir üretim yapısına sahip olması, son yıllarda gerçekleştirilen kapasite artırıcı yatırımların büyük ölçüde tamamlanmış olması ve bu yatırımların önümüzdeki dönemde karlılığa dönüşme potansiyeli ile dikkat çekiyor. Hassas döküm ve özellikle medikal odaklı üretim, şirketin fiyatlama gücünü ve marj potansiyelini desteklerken; geçiş kontrol sistemleri tarafı daha istikrarlı bir nakit akışı sağlayarak iş modelini dengelediğini düşünüyoruz. İhracat ağırlıklı ve döviz bazlı gelir yapısı, kur riskine karşı doğal bir koruma sunarken orta vadeli büyüme görünümünü güçlendirmektedir. Düşük borçluluk, güçlü özkaynak karlılığı ve sağlam bilanço yapısı finansal esnekliğini artırırken, yönetimin 2026 yılına ilişkin büyüme hedefleri ise operasyonel toparlanmanın kalıcı olabileceğine işaret ediyor. Ayrıca bu hedefler doğrultusunda, 2026T göre FD/FAVÖK çarpanının yaklaşık 6,0x düzeyine gerileyebileceğini düşünüyoruz. Tüm bu unsurlar bir arada değerlendirildiğinde, önümüzdeki dönemde yatırımların finansal performansa yansımalarını yakından takip etmeyi sürdüreceğiz. Öte yandan, şirket hisseleri son bir yıllık dönemde Borsa İstanbul'un %46 gerisinde kalarak zayıf bir görünüm sergilemiştir.

Gelir Tablosu (milyon TL)	3Ç25	3Ç24	y/y (%)	2Ç25	ç/ç (%)	9A25	9A24	y/y (%)
Net Satışlar	400	374	7	270	48	976	1,055	-8
Satışların Maliyeti (-)	271	251	8	225	20	747	720	4
Brüt Kar/Zarar	128	123	4	45	188	229	335	-32
Faaliyet Giderleri (-)	54	49	9	57	-6	178	134	33
Esas Faaliyet Karı	75	74	1	-13	a.d.	50	201	-75
Amortisman	11	7	52	10	7	31	19	67
FAVÖK	85	81	5	-3	a.d.	82	219	-63
Diğ. Gelir/Gider (net)	-4	22	a.d.	-5	a.d.	3	32	-92
Yat. Fal. Gel. (net)	1	0	124,056	1	-57	34	0	8,224
Finansal Gelir/Gider (net)	-40	-31	a.d.	-45	a.d.	-105	-59	a.d.
Parasal Kazanç (Kayıp)	-9	-25	a.d.	-7	a.d.	-14	-20	a.d.
Vergi Öncesi Kar/Zarar	31	65	-53	-61	a.d.	-18	175	a.d.
Vergi	9	-14	a.d.	-7	a.d.	-9	-39	a.d.
Kont. Gücü Olmayan Paylar	0	0	a.d.	0	a.d.	0	0	a.d.
Ana Ortaklık Net Kar	40	51	-22	-68	a.d.	-28	136	a.d.

Karlılık	3Ç25	3Ç24	y/y (%)	2Ç25	ç/ç (%)	9A25	9A24	y/y (%)
Brüt Kar Marjı	32.1%	32.9%	-0.8bps	16.5%	15.6bps	23%	32%	-8.3bps
Esas Faaliyet Kar Marjı	18.7%	19.8%	-1.1bps	-4.8%	a.d.	5%	19%	-13.8bps
FAVÖK Marjı	21.3%	21.7%	-0.4bps	-1.1%	a.d.	8.4%	20.8%	-12.4bps
Vergi Oranı	27.8%	-22.1%	a.d.	11.1%	16.6bps	51%	-22%	a.d.
Net Kar Marjı	9.9%	13.6%	-3.7bps	-25.1%	a.d.	-2.8%	13%	a.d.
*Net Borç	125	-27	a.d.	97	28	125	-27	a.d.
Net Borç (USD)	3	-1	a.d.	2	23	3	-1	a.d.
Net Borç/FAVÖK	1.26	0.05	120.4bps	0.31	94.0bps	1.26	0.05	120.4bps

Nakit Akım Tablosu	3Ç25	3Ç24	y/y (%)	2Ç25	ç/ç (%)	9A25	9A24	y/y (%)
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	19	87	-78	1	3,126	-18	300	a.d.
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	5	-23	a.d.	-25	a.d.	-7	-175	a.d.
Serbest Nakit Akımı	25	64	-62	-25	a.d.	-25	126	a.d.
Gelirlere Oranı (%)	6.2%	17.2%	-11.0bps	-9%	a.d.	-2.6%	11.9%	a.d.
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	30	-43	a.d.	-0	a.d.	70	-79	a.d.
Yabancı Para Çevrim Farkı Etkisi	0	0	a.d.	0	a.d.	0	0	a.d.
Net Nakit Değişimi	54	21	161	-25	a.d.	45	47	-4

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

** a.d. = Anlamlı Değil



Dr. Kutay Gözgör

Araştırma Direktörü

Muhammet Çakmak

Kıdemli Uzman

Havacılık, Sağlık, Bilişim, GYO

Eren Bozdoğan

Kıdemli Uzman

Perakende, Savunma, Sanayi

Ubeyde Safvan Erbaş

Yönetmen

Teknik Analist

Ali Osman Okut

Uzman Yardımcısı

Çimento

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 dayanarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlı 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.

